Por qué los
bancos centrales
están abonando
el terreno para
la próxima
crisis

DANIEL
LACALLE

La gran trampa

DEUSTO

Índice

Sinopsis

El libro documenta la carrera hacia cero generada por las masivas políticas monetarias expansivas llevadas a cabo en todo el mundo. Desde el relativo éxito de la flexibilización cuantitativa de la Reserva Federal, donde muestra cuántas de las ganancias de la economía estaban completamente separadas de la política de la Reserva, hasta el incuestionable fracaso de la fórmula Abenomics y el plan del BCE.

En este proceso, los rendimientos de los bonos se han derrumbado, las valoraciones de las acciones se han disparado y los bonos basura se han negociado con el menor rendimiento de la historia. La deuda ha aumentado masivamente, pero el crecimiento, el empleo y la productividad siguen siendo moderados.

Lacalle también aborda cómo los países pueden escapar de la trampa de liquidez dirigida por el Banco Central y al mismo tiempo cómo los inversores pueden beneficiarse del probable impacto en los mercados de renta variable y de bonos del final de las políticas de expansión monetaria.

Dedicado a mi mujer, Patricia, y a mis tres hijos, Jaime, Pablo y Daniel. Sois mi vida y mi inspiración para ser mejor cada día. Y a nuestra familia de mascotas: Kilda, Blinky y Ravioli.

PRIMERA PARTE

Crear dinero de la nada

Introducción

Cuando hablamos de las crisis económicas y de modelo de sociedad, tendemos a comentar todo tipo de causas, condicionantes y efectos. Sin embargo, por alguna razón curiosa, frecuentemente olvidamos el mayor impacto: el monetario.

Piensa en el siguiente ejemplo. Imagina un enorme desequilibrio económico. El gobernante de turno, de camino al Parlamento, donde tendrá que explicar sus propuestas de subidas de impuestos o de reducciones de gasto, aquellas que le hacen ser titular de prensa y objeto de las críticas de medios y ciudadanos, mientras lee el discurso y se imagina el diluvio de reproches que va a recibir, piensa: «Ay, si tuviéramos inflación y devaluación, todo esto no pasaría».

¿Por qué? La inflación —el impuesto de los pobres— siempre se achaca a fenómenos externos, como si cayera del cielo por designio divino. El gobernante, en vez de explicar las leyes de urgencia que aplicará, puede acudir al argumento más socorrido: la guerra económica, los mercados, culpar a los comerciantes, que son tan malos que suben los precios, a las señoras que compran por ser «avariciosas»… Es fantástico.

Sin embargo, la inflación es siempre un desequilibrio fundamental de la economía, creado por políticas muy específicas.

La idea de que una inflación «moderada» es buena, es similar a la de pensar que tener un poco de fiebre es beneficioso. Viene de la percepción —falsa— de que tú no vas a comprar lo que necesitas cuando lo necesites si piensas que en el futuro pueden bajar los precios.

Recuerdo un anuncio de televisión en Venezuela. Ante la altísima inflación y escasez de productos en los supermercados en el país, el gobierno emitía un vídeo en el que una señora, entradita en carnes, iba a un supermercado y arrasaba con todo. Los clientes y dependientes le decían a aquella avariciosa señora, que, al comprar sin restricción, creaba escasez: «Señora, no acapare». Finalmente, una voz masculina reafirmaba la idea: «Contra las compras compulsivas».

Según aquel anuncio, la culpa de la inflación no era de la atroz política monetaria del gobierno chavista, sino de la señora que compraba compulsivamente.

No es una casualidad. El inflacionista no entiende —o lo entiende perfectamente, pero no le importa— que el dinero no es lo que quiera el gobierno en un momento dado y que no se va a dar el resultado que ellos desean porque lo decida un comité.

El abuso continuado del uso de la masa monetaria y de los tipos de interés es una forma más de represión. Por eso se llama «represión financiera».

Desde la Roma antigua, pocos han escapado a la tentación de cubrir desequilibrios estructurales devaluando el valor de la moneda y, con ello, transfiriendo riqueza de los ahorradores y asalariados hacia los sectores endeudados y hacia el gobierno. Siempre desde el engaño de decir que es «por nuestro bien».

Efectivamente, como explico en este libro, la creación indiscriminada de dinero muy por encima del valor real de los bienes y servicios de la economía y de su potencial real siempre está detrás de todas y cada una de las grandes crisis que hemos vivido.

Tú, querido amigo, dirás que, con las políticas expansivas y el aumento de la cantidad de dinero en el sistema de los últimos años, se ha conseguido el éxito de evitar el inflacionismo destructor de los regímenes que se dedican a imprimir moneda sin control, a la vez que se permite una salida gradual de la crisis. Y no te faltará cierta razón.

Efectivamente, la política monetaria que se lleva a cabo en los países de la OCDE evita algunos de los desequilibrios más peligrosos para las economías, pero genera otros. Y el enorme riesgo se encuentra precisamente

en lo que algunos aplauden: la enorme burbuja creada en la deuda soberana y el mercado de bonos.

El objetivo de este libro es, por lo tanto, explicar al lector qué es eso de la «política monetaria» y qué hacen estos bancos centrales, que parece que tienen muchísimo dinero, a la vez que a nosotros, los mortales, cada vez nos es más difícil salir adelante. Pero, sobre todo, mi objetivo con este texto es dar soluciones realistas, que se pueden llevar a cabo hoy, para evitar que la política monetaria vuelva a crear una crisis.

Porque un exceso monetario como el creado en los últimos ocho años siempre acaba estallando. Alertar sobre los riesgos es esencial, criticar los desequilibrios resulta necesario, pero si no damos soluciones reales, no deja de ser un análisis incompleto.

Puede parecernos estupendo que bajen agresivamente los tipos de interés y que se inunde el mercado de liquidez, pero no deja de ser una gran trampa que, como un canto de sirena, nos llama a endeudarnos, a gastar y tomar riesgo por encima de los mínimos criterios de prudencia, bajo la falsa promesa de que «no pasa nada» porque «nos apoyan los bancos centrales». Luego, cuando explota, esos mismos bancos centrales que nunca han identificado una burbuja ni alertado de una crisis, te echarán la culpa a ti por asumir riesgos excesivos, y se presentarán como la solución… bajando los tipos y aumentando la liquidez. Pero nosotros ya habremos caído en «la gran trampa».

Vivimos en una enorme trampa de liquidez, que explicaremos con detalle. Pero hay una salida sin acudir a extremismos ni soluciones mágicas, sin acabar con las instituciones ni supeditarlas a los delirios inflacionistas. Aquí lo explico.

Bienvenidos a *La gran trampa*.

Capítulo 1

¿Cómo hemos llegado hasta aquí?

Y te preguntarás… Bueno… ¿cómo he llegado hasta aquí?

Once In A Lifetime, Talking Heads

«Política monetaria no convencional.» Probablemente, lo habréis oído muchas veces, pero se trata de un término engañoso.

Lo que los medios de comunicación generalistas y la opinión pública denominan «no convencional» es y ha sido la política más convencional que se ha practicado durante los últimos seiscientos años; esto es, tratar de solucionar los desequilibrios estructurales y los problemas macroeconómicos mediante medidas inflacionistas. En otras palabras, crear dinero de la nada.

No obstante, imprimir dinero no es exactamente lo que han hecho los principales bancos centrales durante los últimos siglos; es algo mucho más complejo que eso. La idea de utilizar el aparentemente infinito balance del banco central de una nación para absorber bonos del Estado e instrumentos financieros con el fin de liberar la capacidad financiera de los bancos que acumulan dichos bonos, para permitirles prestar más dinero a las pequeñas y medianas empresas (pymes) y a las familias tiene su lógica. Pero sólo cuando se trata de una medida temporal para proporcionar liquidez, reducir la

percepción de riesgo no justificado y volver a la normalidad. En su momento, parecía una buena idea, sí, hasta que las medidas «temporales» y «extraordinarias» se convirtieron en la norma.

Ahí es donde radica el problema. La política monetaria no es más que una herramienta a corto plazo, pero no soluciona los desequilibrios estructurales. En el mejor de los casos —tal como nos recuerda constantemente el presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi—, se trata de una medida para ganar tiempo y permitir a los gobiernos y a otros agentes económicos solventar problemas puntuales, en su mayoría derivados del exceso de deuda y de una inadecuada asignación de capital.

Sin embargo, incluso el programa más cuidadosamente planificado crea incentivos perversos significativos. El más evidente de ellos es el de repetir los mismos errores de manera constante.

A continuación, explicaremos brevemente cómo funciona este proceso llamado «expansión cuantitativa», que, se mire como se mire, no deja de ser una herramienta para acumular riesgo.

El banco central de un país no «imprime» dinero; lo que hace es endeudarse. Compra miles de millones de euros en bonos del Estado o activos financieros —también acciones, bonos de empresas y activos ligados al sector inmobiliario— y con ello aumenta su balance, es decir, aumenta su deuda. Así pues, lo que compra el banco central no es gratis: es un préstamo.

El banco central adquiere esos bonos y activos a otros bancos. Unos bonos que, anteriormente, estos bancos tenían en su balance debido a que los percibían como tóxicos y que venden con el fin de «desatascar» la posición financiera de la propia entidad. Esto les permitía prestar a la economía real de manera más fluida. Lo habrás escuchado en muchas ocasiones: «Que fluya el crédito». Eso lo hace el banco central porque estima que los bancos no estaban prestando de acuerdo con la demanda de las empresas y familias debido a un exceso de riesgo acumulado. Pues bien, el banco central absorbe ese riesgo, esos bonos, y así los bancos comerciales pueden recuperar la actividad de financiación de empresas y familias de manera normalizada. A eso se le llama «mecanismo de transmisión de la política monetaria».

Además, el banco central pone en circulación líneas de liquidez a coste

bajo con el fin de que los bancos presten, y si éstos no mueven —prestan— esa liquidez, los penaliza. Con ello se espera que la actividad económica se acelere y por lo tanto que la inflación suba y mejore el empleo. No es, como dicen algunos medios, un regalo a los bancos, sino un préstamo a bajo coste.

¿Por qué se lleva a cabo ese mecanismo de transmisión a través de la banca y no directamente «regando» con dinero (crédito) a empresas y familias? Porque los bancos tienen mejor capacidad de entender si la demanda de crédito es solvente, y con ese mecanismo de varios pasos se evita que se genere hiperinflación y brutales burbujas que terminen en crisis devastadoras. Es como un mecanismo que, al entender el riesgo que conlleva crear dinero artificialmente, busca contar con una serie de elementos que permitan analizar correctamente la demanda solvente.

¿Cómo se paga esto? El banco central compra unos activos que, por cuestiones de pánico o riesgo no justificado, considera que son baratos, pero estancan el mecanismo de flujo de crédito a la economía real. Los adquiere, sea directamente o liberando el balance de los bancos, y así cuando la bolsa y los mercados financieros empiecen a reflejar valoraciones superiores ante una situación más adecuada, el banco central gana dinero con esos bonos, que se revalorizan y además pagan cupón, por lo que, a medida que van venciendo, el balance de ese banco central se va reduciendo.

En realidad, el banco central se convierte en un enorme *hedge fund*, un gran fondo de inversión apalancado, que —además— tiene la potestad de afectar al precio y a la cantidad de dinero. Es decir, el banco central baja los tipos de interés y, con ello, empuja a los agentes económicos a asumir más riesgo, ya que los depósitos pagan cada vez menos, y, al bajar esos tipos, genera una profecía autocumplida: hace que los bonos que ha comprado se conviertan en una buena inversión manipulando la cantidad de dinero —ya que usa su balance, se endeuda, todo lo que «sea necesario»— y, además, decide el coste de ese dinero.

Todo ello con el fin de que la economía crezca, se cree empleo y se recupere la inflación, para luego retirarse del mercado. Por eso, el banco central siempre tiene un ojo en los mercados financieros, para evitar enormes distorsiones. Si entregara el dinero a los agentes económicos directamente,

ese préstamo contra su balance generaría el mismo efecto que una subvención improductiva; es decir, se crearía un enorme impacto inflacionista que llevaría a una crisis.

No está mal, ¿verdad?

Como idea, como solución mágica, parece buena sobre el papel… hasta que se implementa.

En realidad, al lector le habrá parecido que es una política curiosa, algo así como si un vendedor de alcohol bajase sobremanera el precio de sus productos y aumentase de forma brutal la disponibilidad de éstos, pero, «para evitar borracheras», lo distribuyese a través de sucursales confiando en que cada vendedor de éstas supiera valorar el riesgo de sus clientes.

A eso se le llama «política monetaria expansiva»; esto es, aumentar agresivamente la cantidad de dinero y bajar el precio del mismo para incentivar el crédito… Y tiene un riesgo muy evidente: el efecto embudo; es decir, que la crisis o recesión que se crea cuando se termina lo que algunos denominamos el «gas de la risa monetario» es más abrupta que lo que se pretendía evitar: una vez que haces «pop», como las Pringles, ya no hay «stop».

En realidad, la política monetaria expansiva mencionada es exactamente igual al aumento del apalancamiento financiero visto en los años anteriores a la crisis, promovida, de nuevo, desde la gestión agresiva de los tipos de interés y la cantidad de dinero.

A finales de 2016, más de veinticinco bancos centrales de todo el mundo seguían el mismo camino: «políticas expansivas», o, lo que es lo mismo, bajar los tipos de interés y aumentar la masa monetaria. Los viejos mantras de «devaluar» para exportar, endeudar para «crecer» y solventar los desequilibrios generados por exceso de deuda… con más excesos de deuda.

De hecho, en 2017 los principales bancos centrales del mundo llevaban a cabo enormes planes de recompra de activos sin que se hubiese producido una recesión o una crisis. Por primera vez en la historia reciente, esos bancos aumentaban su balance en más de 200.000 millones de dólares mensuales sin que se produjese un riesgo real —ni siquiera remoto— de crisis o recesión.

Después de ocho años, más de 24 billones de dólares de expansión fiscal

y monetaria y más de 650 bajadas de los tipos de interés, el resultado es sin duda decepcionante. Fue muy fácil caer en la trampa de la liquidez del inagotable dinero barato y, en este libro, analizaremos cómo escapar ilesos de ella.

Fijémonos en los resultados obtenidos tras años de estímulos y centenares de bajadas de tipos de interés:

- Al 3,1 por ciento en 2016, los peores niveles de crecimiento global del PIB desde la crisis.
- El crecimiento de Estados Unidos es el peor de cualquier recuperación y representa la mitad de su potencial, con una tasa de actividad situada al nivel de 1978.[1]
- El crecimiento del comercio mundial cayó a niveles de 2010.[2]
- El endeudamiento global se ha disparado a un máximo histórico de 217 billones de dólares, o el 325 por ciento del PIB.[3]

Deuda pública como porcentaje del PIB entre 2007 y 2015:

- Estados Unidos del 64 al 106 por ciento.
- China del 35 al 46 por ciento (y eso excluyendo las empresas estatales).
- Eurozona del 65 al 90 por ciento.
- Japón del 183 al 250 por ciento.[4]

Mientras tanto, se creó la mayor burbuja de bonos jamás vista, con la emisión de bonos de rentabilidad negativa que alcanzaron un valor de 11 billones de dólares y con los bonos de alto riesgo (*high yield*) al tipo más bajo en treinta años.[5]

El nivel de burbuja logrado en el mercado de bonos ha sido de tal calibre que Argentina —un país que ha hecho impago ocho veces en doscientos años — emitió un bono a cien años al 8,25 por ciento en junio de 2017 con una demanda tres veces y media superior a la oferta.

Y, a pesar de todo, muchos medios de comunicación lo califican de éxito.

¿Son ésos los resultados que cabría esperar de un estímulo monetario

masivo? Está claro que no.

Aunque los medios de comunicación y los economistas coincidían en demandar políticas de devaluación para incrementar las exportaciones, éstas se han estancado[6], y el impulso del crecimiento global acabó en el nivel más bajo en décadas.

Pero… ¿cómo hemos llegado hasta aquí?

La crisis no se generó por falta de estímulos, sino por un exceso de éstos.

Efectivamente, hemos llegado hasta aquí… a través de las mismas medidas utilizadas siempre para «hacer frente a la crisis».

Hemos llegado hasta aquí haciendo exactamente lo que algunos medios de comunicación presentan como «la solución»: una expansión masiva del crédito y de la cantidad de dinero (la masa monetaria). Si le preguntamos a cualquier economista del mundo por los orígenes de la crisis mal llamada «financiera», responderá inmediatamente señalando el «apalancamiento excesivo» y el «exceso de riesgo» como las causas. Y es cierto en parte, porque ésos fueron los efectos, pero no las causas.

¿Por qué «mal llamada» crisis financiera? Porque nos hemos centrado en el síntoma, no en la enfermedad. El síntoma es la caída de las bolsas o el agujero bancario, pero la enfermedad es la represión financiera.

Represión financiera es bajar los tipos y aumentar la liquidez para forzar a los agentes económicos a asumir riesgo, a invertir, con la idea de que los desequilibrios creados se compensarán con crecimiento y empleo. Pero la enfermedad es precisamente incentivar, tomar más riesgo por menor rentabilidad. Y es una enfermedad que generamos una y otra vez desde el poder político para intentar cubrir problemas estructurales. Por eso lo llamamos «gas de la risa monetario», porque da la sensación de euforia, pero no cura el problema de fondo. Sólo lo perpetúa. No es más que un efecto placebo.

Y la manifestación de esa enfermedad es —como no puede ser de otra manera— la banca y el sector financiero. Porque, como la fiebre, es la

manifestación externa de un problema interno mayor.

El origen de esta crisis,[7] como el de cualquier otra crisis financiera de la historia, fue el masivo aumento del riesgo provocado por la manipulación de la cantidad y del precio del dinero. En este caso, reduciendo los tipos de interés artificialmente.

Las crisis no se generan en activos que el público o los agentes económicos perciben como arriesgados, sino en aquellos que el consenso considera de muy bajo riesgo. En 2008 era el inmobiliario, en 2016, el riesgo se acumula en los bonos.

En el origen de todas las crisis financieras apreciamos la tozuda determinación por parte de los gobiernos y los bancos centrales de ignorar los ciclos económicos como si la política monetaria fuera a cambiarlos: la idea mágica de que los desequilibrios se solucionarán perpetuando e incrementando esos mismos desequilibrios. El endeudamiento excesivo y la inadecuada asignación de capital no son problemas que vayan a resolverse mediante la rebaja de tipos de interés y una mayor liquidez; de hecho, estas medidas no hacen más que prolongar la misma estrategia por parte de los agentes económicos.

Los tipos de interés bajos y la liquidez elevada avivan el fuego, no lo apagan. En el mejor de los casos, la medida debería ir encaminada a favorecer el desapalancamiento y a interrumpir la cadena de asunción de riesgos mientras la economía se recupera. Sin embargo, no es así, pues el incentivo para la asignación inadecuada de capital es demasiado grande.

Crear dinero, bajar los tipos de interés, forzar el aumento del crédito a toda costa e incrementar la oferta de dinero son las mismas medidas, sólo que con herramientas diferentes. Entre los años 2001 y 2008, la excesiva asunción de riesgo fue fomentada por el hecho de que los bancos centrales y los gobiernos bajaron drásticamente los tipos de interés,[8] y el conducto para el crecimiento impulsado por la deuda fue el sector privado, con el sistema financiero como dinamizador. El dinero era demasiado barato como para ignorarlo.

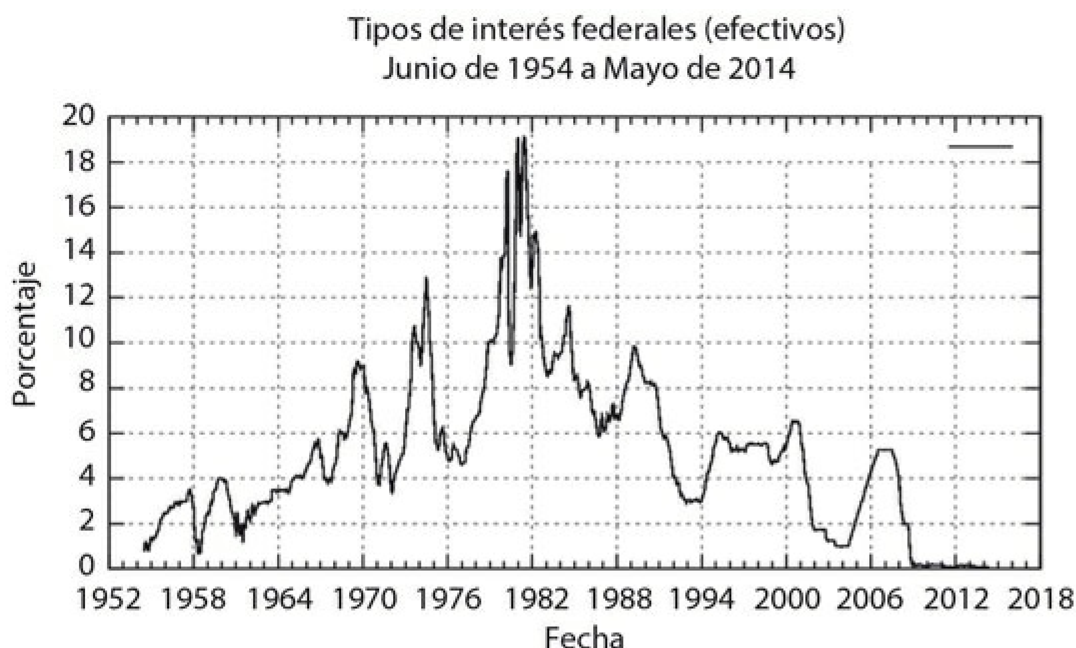


Figura 1. Tabla histórica de los tipos de interés federales. Entre 2001 y 2006, los tipos de interés se redujeron drásticamente.
Fuente: Reserva Federal EEUU.

Tras el 11 de septiembre, la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) empezó a hinchar el suministro de crédito para tratar de impedir una crisis económica. Los tipos de interés bajos, que se situaron alrededor del 1 por ciento en 2003, provocaron que los bancos y otros agentes financieros dispusieran de tal exceso de efectivo para prestar que incluso lo hicieran a personas con bajos índices de solvencia (lo que denominamos «*subprime*»). Por supuesto que en ese proceso de endeudamiento todos los agentes económicos tienen parte de culpa, pero, sin el «efecto llamada» de la política monetaria, no se habrían generado semejantes burbujas.

Los principales impulsores de esos préstamos *subprime* fueron dos entidades del sector público, Freddie Mac y Fannie Mae. El gobierno norteamericano amplió la capacidad de endeudamiento y relajó las condiciones de préstamo que podían ofrecer estas entidades públicas[9] dándoles un mandato explícito de incrementar masivamente la concesión de préstamos «sociales»[10] para que todos los norteamericanos pudieran tener acceso a comprar una casa. Curiosamente, las entidades públicas

norteamericanas aplicaban, con ello, la política que algunos en España denominan como «social» de prestar «sin criterios economicistas» para garantizar la compra de una vivienda a los más pobres, y con ello contribuyeron decisivamente a generar la crisis. Entre 1993 y 2004 el porcentaje del total de hipotecas que suponían Freddie Mac y Fannie se disparó del 37 por ciento al 57 por ciento[11] ¿Acaso los bancos estaban siendo imprudentes y asumiendo riesgos injustificados? No exactamente. Tanto la opinión pública como la de muchos expertos aseguraba que el sector inmobiliario era una apuesta segura. De hecho, la más segura. Con poco riesgo, un activo muy líquido que podía venderse rápidamente a un precio más elevado si el prestatario no era capaz de hacer frente a los pagos.

Según muchos analistas, pasada la crisis, el proceso a través del cual se generó ese enorme aumento de crédito vulneraba los principios tradicionales de la gestión de riesgos bancaria. Exceso de riesgo. Pero ¿de verdad ocurrió eso? Los bancos invertían en activos a largo plazo (hipotecas) los fondos que recibían en forma de deuda a corto plazo (depósitos públicos) con la esperanza de cumplir con esas obligaciones a corto, repagándolas en los mercados monetarios interbancarios.

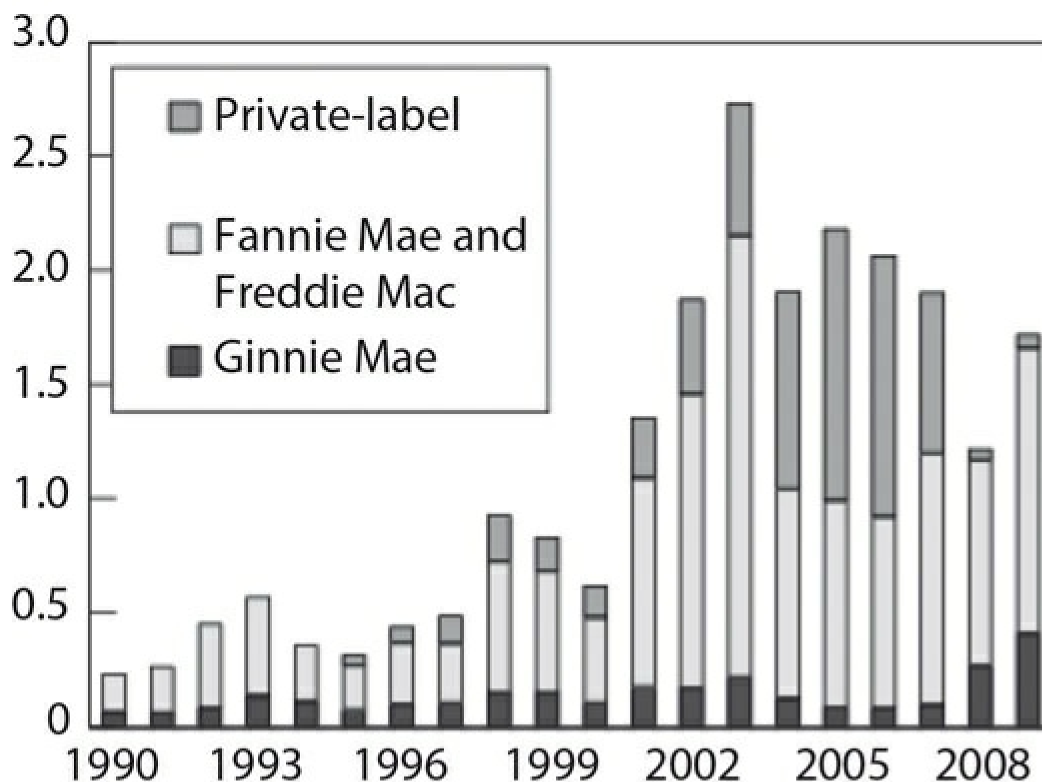


Figura 2. Valor de las garantías hipotecarias emitidas en billones de dólares, 1990-2009. (*Fuente:* Securities Industry and Financial Markets Association [SIFMA].)

La razón por la que se prestaba a largo plazo en el sector inmobiliario era la percepción generalizada —y repetida machaconamente por expertos, economistas, gobernantes…— de que el activo inmobiliario era líquido, de bajísimo riesgo («lo último que se deja de pagar es la hipoteca», ¿recuerdas?), y, por lo tanto, rentable y seguro, porque la demanda inmobiliaria subyacente era prácticamente inelástica y el consensos de esos expertos, compradores y vendedores estimaba que los precios «no bajarían» y, en caso de que lo hicieran, lo harían muy poco.

El resultado fue una expansión del crédito brutal, alimentada por el incesante mensaje de que la vivienda era un activo seguro que siempre aumentaba de valor.

Todos recordamos esas frases dichas por familiares y amigos: «a largo plazo todo sube», «el precio de las casas nunca baja» o «alquilar es tirar el dinero», pero mi favorita siempre ha sido «si no lo puedes pagar, vendes la

casa más cara».

Como todas las burbujas, duró más de lo que cualquier escéptico podía imaginar, lo que hizo que hasta los analistas más dubitativos se cuestionaran su postura. El aumento de la demanda de crédito implicaba precios más elevados de la vivienda, lo que, a su vez, generaba hipotecas de mayor riesgo. Tal era la liquidez que los agentes económicos y financieros absorbían cualquier activo, aunque fuera de pobre solvencia, puesto que el riesgo parecía inexistente y los precios continuaban subiendo. Nada era suficiente.

El crédito a toda costa como «motor social»: ¿Cómo iba a rechazarse un préstamo a alguien «solamente» porque no podía pagarlo?

La deuda doméstica pasó del ciento por ciento de los ingresos disponibles al 160 por ciento y, en consecuencia, los precios de la vivienda se multiplicaron por dos.[12]

En 2004, muchos hipotecados empezaron a experimentar dificultades para hacer frente a sus préstamos, pero la demanda se mantenía saneada y los precios de la vivienda se desaceleraban aunque sin llegar a caer. La burbuja estaba estallando; sin embargo, la opinión generalizada era que no se trataba de un problema real, a pesar de que el crédito para la vivienda superaba el 20 por ciento del crédito dispuesto. No obstante, a principios de 2007, la realidad se reveló: la cadena de préstamos vencidos sin pagar comenzó a estallar, a medida que la deuda doméstica superaba los ingresos disponibles en más del 60 por ciento y, de ese modo, se inició una serie de impagos masivos.

Esos impagos hundieron el valor de mercado de todos los préstamos hipotecarios. Dado que los bancos tenían que pagar sus deudas a corto plazo mientras desaparecía una parte sustancial de sus ingresos, se creó una crisis de liquidez. Y a medida que el valor de mercado de las hipotecas *subprime* seguía descendiendo, esta crisis de liquidez se agudizó, hasta el punto de que los propios bancos no se fiaban unos de otros, por lo que no querían prestarse dinero.

Así las cosas, aumentó el riesgo de una retirada masiva de efectivo de los bancos, ya que sus clientes y el público en general temían por sus depósitos.

El bombero pirómano

Los bancos centrales decidieron ayudar a contener el incendio que ellos mismos habían provocado con una inyección masiva de liquidez. Más madera. Se estaban comportando, una vez más, como un «bombero pirómano»: crea el incendio bajo la premisa de que no hay riesgo, justifica la burbuja desde el argumento de que es «un nuevo paradigma» y luego, cuando estalla, se presenta como salvador.

Recuerdo cuando Christine Lagarde, por aquel entonces directora del Fondo Monetario Internacional (FMI), afirmaba: «Los bancos centrales han sido los héroes de esta crisis».[13] Lagarde ignoraba —o eludía— por completo el papel que esos mismos bancos habían tenido a la hora de inflar la burbuja inmobiliaria: el de rebajar drásticamente los tipos de interés.

Tras el estallido de la burbuja, en noviembre de 2008, la Reserva Federal puso en marcha la QE1[14] y con ella surgió el espejismo del crecimiento y la estabilidad mediante la política monetaria. Sin embargo, las pruebas demuestran que los estímulos monetarios raramente funcionan.

En un informe titulado «Boletín de política monetaria no convencional», el Deutsche Bank analizó en 2016 el impacto que habían tenido en la economía las políticas monetarias «no convencionales», la expansión cuantitativa y los tipos de interés negativos. Examinando el efecto sobre los índices de producción industrial de esas medidas, desde su primera aplicación hasta el final de cada política no convencional, el banco obtuvo los siguientes resultados:

- En ocho de los doce casos estudiados, el impacto sobre la economía fue negativo.
- En tres casos resultó completamente neutral.
- Solamente tuvo un impacto positivo en el caso de la denominada QE1 en Estados Unidos, y fundamentalmente debido a que se partía de una base muy baja y a que, durante ese período, el país se había convertido en uno de los principales productores de petróleo y gas.

> ¿Cómo valoras si la expansión cuantitativa (QE) y los tipos negativos de interés funcionan? Cuando hablo de ello con mis clientes, en ocasiones me responden que la QE y los tipos de interés negativos funcionan bien porque los sistemas de pago funcionan y el sistema financiero sigue en marcha. Pero el tema no es si los operadores pueden afrontar los tipos de interés negativos. El tema es si la QE y los tipos de interés negativos han estado apoyando la economía. La conclusión es que la QE1 de Estados Unidos tuvo cierta influencia, pero en todos los demás casos el impacto de la QE y de los tipos de interés negativos ha sido insignificante. Y en ocho de doce casos, el impacto económico ha resultado negativo. De nuevo, se trata de una carga demasiado pesada para la política monetaria y es hora de aplicar una política fiscal y estructural para poder avanzar y empezar a favorecer el crecimiento del PIB.[15]

El hecho de que en ocho de doce casos el impacto fuera negativo habla por sí solo.

¿Habría sido peor no haber aplicado esas medidas? El debate sigue abierto, pero yo realizaré mi propio análisis. Kenneth Rogoff sostiene que «con la QE valía la pena asumir el riesgo añadido que suponía tener más deuda a corto plazo. Sin embargo, a medida que la crisis se va mitigando, el cálculo de riesgos y beneficios cambia».[16]

Mi opinión es un tanto diferente. Comparando el riesgo con la rentabilidad, llego a la conclusión de que hubiera sido menos peligroso llevar a cabo una medida de inyección de liquidez a corto plazo dirigida exclusivamente a los agentes económicos. El TARP (Troubled Asset Relief Program),[17] que creaba incentivos para restructurar los bancos generando al mismo tiempo beneficios para el gobierno —que cobra dividendos y recibe el principal más intereses—, habría sido más que suficiente y con él podrían haberse evitado el resto de las consecuencias negativas.

Cuando evaluamos el éxito o el fracaso de una política concreta, debemos analizar claramente los efectos positivos y negativos provocados por ella. Asumir que el crecimiento y el empleo habrían empeorado de no haberse aplicado tales medidas es más que cuestionable. De hecho, si nos fijamos en los ejemplos tanto de la Unión Europea como de Estados Unidos inmediatamente antes de la QE y de la QE1, observamos que la economía ya había tocado fondo y empezaba a remontar.[18]

Otro factor importante para tener una imagen más convincente de si las cosas habrían empeorado «realmente» de no haber sido por los estímulos

monetarios es la velocidad de circulación del dinero, las inversiones (el capex o los gastos en bienes de capitales) y la deuda. Aunque ninguno de estos índices ha mejorado desde la aplicación de medidas no convencionales, no podemos asumir simplemente que se habrían deteriorado más de lo que lo han hecho en los últimos años.

¿Y qué pasa con la inflación? Lo mismo. Combatir la deflación no es un objetivo en sí mismo. Pero si un estímulo monetario de la magnitud y la duración de los aplicados ni siquiera lo ha logrado, el argumento de que «habría sido peor» no vale, y es una justificación intelectualmente deshonesta de una medida ante la evidencia del fracaso.

Cuatro billones para nada

Dinero por nada y chicas gratis.

DIRE STRAITS

En las páginas anteriores hemos mencionado las consecuencias negativas generadas por la política monetaria actual. ¿Negativas? ¿Qué consecuencias negativas? Pero si todo va estupendamente…

En este punto, es necesario recordar lo prometido para apoyar el masivo plan de estímulo. La Casa Blanca predijo un crecimiento medio de la economía de entre el 4 y el 4,5 por ciento, que el desempleo caería hasta el 5 por ciento y que el déficit presupuestario se reduciría a tan sólo el 3,5 por ciento del PIB.

Durante la administración Obama y bajo las masivas políticas expansionistas de tres programas de expansión cuantitativa y de tipos de interés muy bajos (véase la fig. 3), el crecimiento económico era de media de solamente el 1,4 por ciento, a diferencia de una media del 3,5 por ciento con Reagan, el 3,9 por ciento con Clinton y el 2,1 por ciento con Bush Jr.[19]



Figura 3. Balance de la Fed frente a tipos de interés
(*Fuente*: Realinvestmentadvice, Bloomberg).

La brecha de la recuperación del crecimiento, comparada con otras recuperaciones desde la década de 1960, se ha situado en 1,67 billones de dólares, lo que significa que es la más débil de la historia reciente. De la misma forma, el crecimiento económico se ha estancado a medio camino de lo prometido, pues la Reserva Federal esperaba un crecimiento del 1,9 por ciento en 2016 y del 2 por ciento en 2018, el más débil respecto a recuperaciones potenciales y anteriores.

Todo esto tras un estímulo monetario masivo de 4,7 billones de dólares y 10 billones de dólares en deuda nueva (un aumento del déficit fiscal de 13 billones de dólares a nivel estatal, local y federal). Con ello, la deuda pública pasó del 48 al 106 por ciento del PIB, y el déficit medio anual se situó en el 5,2 por ciento.

La expansión cuantitativa se puso en marcha bajo cuatro premisas: proporcionar liquidez para reducir el riesgo de contagio tras la mal llamada crisis financiera, crear empleo, inflación y crecimiento.

Si bien su primer objetivo estaba claro y funcionó, desgraciadamente pasó de solucionar un problema de liquidez a crear la mayor burbuja de la historia económica: bonos de alto rendimiento al tipo de interés más bajo en treinta y

cinco años y acciones en su máximo histórico, lo que superó las valoraciones fundamentales y el crecimiento real de los beneficios.

En cuanto al segundo objetivo, la creación de empleo, también resultó un éxito. Pero ¿realmente fue así? Veámoslo: por un lado, una tasa de desempleo del 4,6 por ciento y, por el otro, 9,3 millones de puestos de trabajo creados. Siendo buenas, esas cifras están lejos de las que se esperan de la economía líder del mundo tras un estímulo fiscal y monetario de 24,7 billones de dólares. Para hacernos una idea, durante el mandato de Reagan se crearon 12,6 millones de puestos de trabajo y en el de Clinton, 21 millones. Incluso durante la gran crisis, Bush Jr fue testigo de la creación de 5,7 millones de puestos de trabajo.

Por una parte, las cifras de población activa se vieron mermadas por más de 11 millones de bajas, lo que situó la tasa de actividad a niveles de 1978. Hay quien afirma que eso se debe explicar en términos demográficos, pero es incorrecto. Si comparamos los datos demográficos de Estados Unidos y el Reino Unido, veremos que son bastante similares; no obstante, la tasa de actividad estadounidense es inferior en casi diez puntos a la británica. Y además, ha caído en casi todos los segmentos de edad, incluyendo el de entre veinticinco a treinta cinco años, uno de los más importantes.[20] Así pues, un total de 94,6 millones de estadounidenses en edad laboral no participan en el sistema ni buscan empleo, lo que refleja una tasa de actividad del 62,8 por ciento, algo nunca visto desde 1978. Además, el número de ciudadanos de Estados Unidos que complementan sus ingresos con cupones de alimentos se ha duplicado: ha pasado de 20 a más de 40 millones.

Por otro lado, el empleo temporal (menos de treinta y cinco horas a la semana) se situaba a finales de 2016 en el 18,2 por ciento, un nivel considerado propio de períodos de recesión. En épocas de crecimiento, Estados Unidos ha tenido siempre un índice de empleo temporal inferior al 16,6 por ciento. Durante la recesión de 2001 fue del 17 por ciento y durante la de 2008 el máximo se situó en el 18,2 por ciento, incluso con la escasa tasa de actividad mencionada.

Desde 2009, mientras que la deuda nacional se ha duplicado, los ingresos domésticos medios en Estados Unidos se desplomaron en todos los sectores

(en el intermedio, el salario ha pasado de 55.000 a 54.000 dólares, y en el más desfavorecido de 13.000 a 12.000 dólares) y los salarios reales —ajustados por la inflación— continúan estando al nivel de 2008. Para colmo, durante los últimos cinco años, el crecimiento medio anual de la productividad en este país ha sido del 0,6 por ciento, el más bajo desde 1978.[21]

Las expectativas de inflación también se han revisado a la baja constantemente a lo largo de ese período. Lo más interesante de ello es que la expansión cuantitativa ha tenido un efecto desinflacionista a medida que la velocidad de circulación del dinero se ha reducido drásticamente y que el uso de la capacidad productiva sigue siendo baja, del 75 por ciento. La creación masiva de dinero provocó una enorme inflación en los activos financieros y desinflación en la economía real, lo que ha sentado las bases para uno de los desequilibrios más dramáticos entre clases de activos, industria y consumo desde la década de 1970.

El plan de estímulo de Obama y de la Reserva Federal, además, ha sido la mayor transferencia de riqueza de la historia desde los ahorradores y ciudadanos al gobierno y el mercado financiero:[22] 1,5 billones en nuevos impuestos, reducción en renta disponible y aumento masivo de deuda.[23]

Los argumentos que se suelen emplear para explicar esos datos es que, de no haberse implementado estas decisiones, «habría sido peor» y que la crisis era demasiado grande. Ninguno de los dos es válido y suenan más bien a excusas: otros gobiernos se vieron expuestos en el pasado a crisis muy profundas, y hasta Roosevelt logró mejores resultados de crecimiento de la economía durante su mandato.

Sin embargo, esas excusas no explican el hecho de que Estados Unidos haya creado más de la mitad de todo el dinero de su historia durante los últimos ocho años y que haya vivido su período más largo con tipos de interés extremadamente bajos.

En resumen, la política de la Reserva Federal ha generado resultados que van desde la decepción —liquidez, empleo— al fracaso absoluto —crecimiento e inflación—, y dejando tras de sí una burbuja gigantesca en activos financieros que no desaparecerá fácilmente.

«Nadie sabe cuándo ni por dónde llegará la próxima crisis: lo único seguro es que vendrá» (Mario Draghi).

«Gas de la risa monetario.» Llevo unos cuantos años utilizando esta expresión, porque refleja a la perfección el impacto del poder curativo de las políticas monetarias en la economía real: se trata simplemente de un placebo, pues no resuelve los problemas de ésta, sino que tan sólo la endulza con el fugaz «efecto riqueza».

¿Qué es el «efecto riqueza»? Las políticas de devaluación, las enormes inyecciones de liquidez y la reducción de los tipos de interés no ayudan a la economía real de manera directa; cualquiera que piense lo contrario no hace más que engañarse a sí mismo. Sin embargo, lo que todo el mundo espera es que las acciones suban, el rendimiento de los bonos caiga, el precio de los activos —especialmente las viviendas— aumente y todo esto haga que los ciudadanos se «sientan» más ricos: el «efecto riqueza». Tendría sentido de no ser por un pequeño problema: es un auténtico engaño.

Menos del 10 por ciento de la riqueza de los ciudadanos de Estados Unidos se reparte en acciones y bonos, y la mayoría de los propietarios de viviendas tienen grandes hipotecas. En la mayor parte de los países de la OCDE, menos del 6 por ciento de la riqueza de una familia media se corresponde con valores y bonos.

¿Adivinas dónde se encuentra la mayor parte de la riqueza del ciudadano medio? En dinero en efectivo,[24] lo que nos lleva a responder a la pregunta de por qué a los gobiernos les resulta tan atractiva la tentación de resolver los desequilibrios económicos mediante la devaluación, la inflación y la desmonetización —eliminando el dinero en efectivo—, como en los casos de India, Pakistán, o Venezuela. Es exactamente lo mismo que meter la mano en los bolsillos de los ahorradores para sufragar el presupuesto del gobierno. Así las cosas, los países endeudados se benefician de la inflación y, al aumentar el dinero en circulación, los ahorradores pierden poder adquisitivo y riqueza.

Mediante políticas monetarias masivas, lo que los gobiernos hacen es básicamente erosionar la riqueza de la clase media destruyendo el valor y el

precio del dinero. Y si se imprimiese moneda al estilo «populista» de «crear dinero para el pueblo», el desastre —como ha demostrado la historia y explicaré más tarde— aún sería peor. Al inyectar cantidades enormes de liquidez en el sistema, en la práctica los bancos centrales lo que hacen es transferir riqueza de los ahorradores a los gobiernos endeudados y al sistema financiero. Con todo, la mayoría de los economistas de consenso te dirán que es esencial para «combatir la deflación».

Pero ¿qué es la deflación? ¿Es algo negativo?

La deflación es, en términos sencillos, el proceso por el cual los precios caen.

> La deflación es una contracción del suministro del dinero circulante en una economía y, por tanto, lo opuesto a la inflación. En épocas de deflación, el poder adquisitivo de la moneda y los salarios es mayor de lo que lo habrían sido en otras circunstancias. Es algo diferente, aunque parecido, a la deflación de los precios, que es una disminución general del nivel de los precios, aunque ambos términos se confunden habitualmente y se emplean de forma indistinta.[25]

Sin embargo, la tecnología y las mejoras de la eficiencia también provocan deflación, de modo que debería haber, como mínimo, una forma diferente de medir si la inflación y la deflación son positivas o negativas. Por ejemplo, un nivel moderado de inflación puede ser positivo si el aumento de los precios es consecuencia de salarios más elevados, un mayor crecimiento y una mejora de los patrones de consumo; es resultado de un adecuado suministro y un aumento de la demanda y, lo que es más importante, no supone un ataque al poder adquisitivo a medida que aumentan los salarios reales.

No obstante, cuando la inflación deriva de artificios monetarios, del aumento del precio de materias primas como el petróleo o el carbón, esenciales para el suministro de energía, y del aumento del precio de los alimentos, no genera ningún efecto positivo. A eso se debe que la mayoría de los economistas vean la inflación subyacente —la que excluye los alimentos y energía— como un medio más adecuado de analizar la inflación. Además, incluso el aumento de la inflación subyacente puede ser negativo si —como

hemos visto casi constantemente durante las dos últimas décadas— los salarios reales no aumentan y el poder adquisitivo se erosiona.

¿Has visto alguna vez a alguien salir de un supermercado gritando: «Maldita sea, los precios han vuelto a bajar»? Nunca, ¿verdad? ¿Recuerdas que alguna vez hayas salido de una gasolinera quejándote porque el carburante ha bajado de precio? Nunca. ¿Y en alguna ocasión, a la hora de comprarte un piso, le has exigido al vendedor que te subiera el precio porque era demasiado barato? Efectivamente, jamás.

No, no ha habido nunca ni un solo ciudadano en todo el mundo que se haya quejado de los precios bajos. No obstante, los economistas de consenso te dirán que eso, que los precios bajen, es lo peor que puede pasar. Pero ¿por qué?

La inflación es imposición sin legislación.[26]

Cuando la inflación aumenta, las deudas se reducen en términos reales. Y los más beneficiados de ello son las entidades endeudadas que pueden aumentar sus precios con la inflación, gracias a su naturaleza semimonopolística. Es decir, los sectores públicos y cercanos al poder, aquellos a los que a muchos países les encanta denominar «sectores estratégicos». Porque pueden cubrir el efecto negativo de la inflación en sus costes subiendo impuestos y tarifas. Sin embargo, tú no puedes hacerlo.

Por tanto, resulta lógico que esas entidades, especialmente los gobiernos, hagan todo lo posible por «combatir la deflación», aunque vaya —*y va*— en contra de los ahorros y los depósitos de sus propios ciudadanos.

Con todo, existe un argumento a favor de una deflación moderada, que expliqué en *Viaje a la libertad económica* y que señala George Selgin, profesor de economía de la Universidad de Georgia:[27]

> Deflación. Para mucha gente la palabra evoca imágenes de la Gran Depresión, cuando los precios cayeron dramáticamente en la mayor parte del mundo. El declive en los precios fue la contraparte del colapso en las ventas, las bancarrotas generalizadas y los ejércitos de trabajadores desempleados. Si un poco de inflación es la única garantía contra otra calamidad como aquella de los años treinta, entonces ciertamente es un precio que merece la pena pagar.
>
> La verdad, sin embargo, es que la deflación no tiene por qué ser una receta para la depresión. Por el contrario, una deflación moderada puede ser una buena noticia,

> siempre y cuando sea el tipo correcto de deflación.
>
> Desde los desastrosos años treinta, los economistas y banqueros centrales parecen haber perdido de vista el hecho de que existen dos tipos de deflación, una buena, y la otra mala. La deflación maligna, del tipo que acompañó a la Gran Depresión, es una consecuencia de la contracción en el gasto, las ganancias corporativas y los salarios. En rigor, aun en este caso, no es precisamente la deflación en sí misma la que resulta dañina, sino su causa subyacente, un stock inadecuado de dinero. El atesoramiento del dinero, o su actual desaparición (la cantidad de dinero en la economía de Estados Unidos en realidad se contrajo un 35 por ciento entre 1930 y 1933), causa que la demanda de bienes y servicios se evapore. En respuesta, las empresas se ven forzadas a reducir la producción y a despedir trabajadores. Los precios caen, no porque los bienes y servicios abunden, sino porque el dinero escasea.
>
> La deflación buena es algo completamente distinto. Es el resultado de mejoras en la productividad, es decir, ocasiones en las que los avances tecnológicos o administrativos permiten la obtención de mayores cantidades reales de bienes y servicios finales con el uso de una cantidad dada de tierra, trabajo y capital. Ya que un alza en la productividad es lo mismo que una disminución de los costes de producción, una reducción de precios en los bienes y servicios finales debido a una mayor productividad no implica ninguna caída de las ganancias de los productores ni de los salarios de sus trabajadores. Los menores costes se corresponden con menores precios al consumidor, no con menores salarios o ingresos. Tal deflación —originada en la productividad— es una buena noticia para el asalariado promedio.

El argumento a favor de una deflación moderada ha sido fundamental para la recuperación de la Unión Europea después de la crisis de 2008. La reducción de los salarios y la pérdida de empleos después de la crisis se mitigaron con la estabilidad de los precios, y el fortalecimiento de la moneda ayudó a las familias a recuperar su riqueza rápidamente (antes de 2012), en su mayor parte acumulada en depósitos bancarios. De haber recurrido la Unión Europea a las medidas históricas de las devaluaciones competitivas masivas, el impacto de un mayor desempleo y del aumento de los precios habría empobrecido aún más a las familias. No se trata de un argumento hipotético: es la prueba de años de políticas monetarias incorrectas por parte de otros países europeos periféricos.

Entre 1980 y 1996, casi todos los países europeos periféricos recurrieron constantemente a la devaluación como una forma de tratar de mejorar la competitividad y reducir los desequilibrios. Sin embargo, a pesar de una devaluación del dracma de más del 60 por ciento respecto al dólar estadounidense, el déficit fiscal de Grecia representaba como media el 7,3 por

ciento del déficit del PIB anual de los veinte años anteriores a su entrada en la Unión Europea y el desempleo en este país se multiplicó por cuatro.[28]

En España, la moneda local se depreció más del 50 por ciento respecto al dólar estadounidense durante ese mismo período, el gasto público se duplicó en términos reales, la inflación se triplicó (un IPC medio anual del 7,2 por ciento) y el desempleo no bajó del 15 por ciento (de hecho, se situó por encima del 20 por ciento durante la primera mitad del período).[29]

A pesar de que las condiciones nacionales e internacionales eran más propicias —el crecimiento mundial era mayor y con mucha menos deuda que entre los años 2010 y 2016—, esos proyectos de devaluaciones competitivas no funcionaron. Es por eso que es importante recordar que la crisis de 2008 no se debió a la falta de estímulos, sino a su exceso. Fijarnos en los mismos errores cometidos en el pasado como la solución al problema no funciona. De ahí el riesgo de que los bancos centrales desempeñen el papel de «bombero pirómano», creando las condiciones para la crisis y ofreciendo las mismas herramientas para solucionarla.

Como inversor, o como alguien interesado en la economía, hay pocas enseñanzas que extraer, especialmente ante los cambios significativos en el proceso de la elaboración de políticas:

- Fijarnos siempre en lo que ha cambiado realmente en la economía en relación con los desequilibrios creados.
- Analizar continuamente las mejoras o los debilitamientos de la economía relacionados con la cantidad de deuda acumulada y con los cambios en la métrica microeconómica.
- Analizar siempre los cálculos de consenso con mirada crítica. Los organismos económicos importantes y de consenso han errado históricamente en sus cálculos debido a que sus predicciones eran excesivamente optimistas.[30]
- Ser exageradamente pesimistas es tan peligroso como ser excesivamente optimistas. Existen ciclos, y los inversores deben entender esos ciclos para aprovechar los períodos expansionistas sin darlos por sentados.
- El endeudamiento masivo y los grandes desequilibrios económicos

acortan los ciclos económicos y hacen que éstos sean más bruscos, de modo que la mentalidad de los inversores y el período de maduración deben ajustarse en consecuencia.

Capítulo 2

Los bancos centrales no imprimen crecimiento

> Si imprimir dinero ayudase a la economía, falsificar moneda debería ser legal.
>
> BRIAN WESBURY

Una trampa de liquidez es una situación en la que las políticas monetarias expansionistas —como el aumento de la oferta de dinero— no logran estimular el crecimiento económico porque los agentes económicos prefieren ser prudentes, incluso cuando los tipos de interés son negativos, debido al miedo a acontecimientos más adversos y a la falta de oportunidades atractivas para invertir.

Y si existe un ejemplo claro de lo que es una trampa de liquidez, es el que podemos encontrar en la Unión Europea. Desde la aplicación de la expansión cuantitativa en enero de 2015 hasta finales de 2016, el Banco Central Europeo (BCE) amplió su balance en más de 2 billones de euros para alcanzar el 35 por ciento del PIB de la zona euro.[31] Mientras que el crecimiento y la inflación se han revisado a la baja, el exceso de liquidez se ha disparado hasta más de 1,2 billones de euros en 2016. Así pues, el exceso de liquidez en la zona euro se ha multiplicado por casi siete desde que se

lanzó el programa de «estímulos» hasta finales de 2016.

En términos de agregados monetarios, el aumento del M3[32] fue inferior al 4 por ciento anualizado en 2016, y los créditos a los sectores no financieros aumentaron un escaso 2 por ciento.[33] Todo ello con el mayor estímulo monetario desde 2008.

¿Y qué ha pasado con la inflación? Pues que aumentó del 0,4 por ciento a finales de 2016 al 0,6 por ciento. No obstante, eso se debió fundamentalmente al coste de la energía. El propio Draghi recordó que «no hay signos convincentes de recuperación de la inflación subyacente» —la que excluye la energía y los alimentos—. A finales del primer trimestre de 2017, tras centenares de miles de millones de recompras, las estimaciones de inflación volvían a bajar, a medida que pinchaba el espejismo del petróleo encarecido.

La velocidad de circulación del dinero (PIB nominal/M2), que mide la actividad económica, se situaba a finales de 2016 en mínimos históricos y los tipos bajos de interés no ayudan a mejorar esta situación.

La expansión cuantitativa tiene efectos desinflacionistas sobre los precios porque hunde los márgenes de interés de los bancos al reducir artificialmente los rendimientos de los bonos y hace que los agentes económicos se comporten con más cautela —sin precipitarse a la hora de gastar o pedir prestado— debido a la percepción de que el coste y la cantidad de dinero son artificiales. Sin embargo, la expansión cuantitativa tiene efectos muy inflacionistas por lo que respecta a los activos financieros.

Lo que esas cifras nos indican es que el crecimiento sigue siendo muy pobre y que el enorme estímulo monetario creado desde el Banco Central no tiene el efecto que prometían sus defensores. El balance del Banco Central Europeo aumentó espectacularmente a 3,58 billones de euros, más de 400.000 millones de euros por encima del máximo alcanzado en 2012, y la acumulación de riesgos es más que evidente, aun cuando muchos opten por ignorarla.

A finales de 2016, el BCE era «propietario» de más del 10 por ciento de todo el mercado de bonos estatales de la eurozona y del 9 por ciento de la deuda social, y esa cifra podría duplicarse en un año.[34] No obstante, poseer

todos esos bonos no ha servido para mejorar las condiciones económicas de manera sustancial: el aumento del crédito se ha mantenido bajo, el agregado monetario se ha estancado (M3) —lo que significa que el crédito no crece en términos totales— y la inversión en la economía real ha continuado disminuyendo.[35]

Tal como señala la agencia internacional de calificación crediticia Fitch Rating, la inversión en la economía de la eurozona se mantiene un 8 por ciento por debajo del nivel de 2007 y cita «la crisis» como una de las razones para ello, pero afirma que «el pesimismo acerca de las perspectivas de crecimiento a medio plazo también puede haber influido».[36] Asimismo, la agencia señaló que las perspectivas de inversión empresarial continuaban siendo inseguras tras dos años de estímulo monetario masivo. Los inversores encuestados en el estudio anual de inversores de Fitch afirmaron que se sentían «cada vez más pesimistas ante los planes de inversión de capital de las empresas» y sólo el 2 por ciento de los encuestados esperaba que las corporaciones se centrasen de manera significativa en los capex.[37]

Por definición, los inversores no asumen más riesgos porque la liquidez aumente espectacularmente y las corporaciones no vayan a invertir más… Simplemente, no lo hacen porque no es necesario. Por el contrario, esos agentes económicos decidieron ahorrar más, centrarse en consolidar su balance y, en el caso de los inversores, acumular bonos de rendimiento negativo.

¿Por qué las familias y las empresas no deciden asumir más deuda y aumentar las inversiones si los tipos de interés son extraordinariamente bajos y abunda la liquidez? Pues porque el banco central ignora el problema de la sobrecapacidad, que se mantiene por encima del 20 por ciento en la eurozona,[38] y porque la percepción del público es que, a pesar de los tipos de interés artificialmente bajos y de la oferta de dinero manipulada, las condiciones económicas siguen siendo complejas. Pero también porque la clase media sufre, ya que los salarios reales se estancan y las condiciones del mercado laboral permanecen inciertas mientras suben los impuestos para pagar los excesos del pasado y los ahorros familiares rentan menos. Por tanto, la demanda de crédito solvente no aumenta.

Éste es un factor importante. No se trata de que la eurozona no esté invirtiendo o de que no haya demanda de crédito; es más bien al contrario: simplemente sucede que no es tanta demanda como el banco central supone unilateralmente que debería haber.

¿Por qué ocurre esto?

El banco central estima que el porcentaje de fondos destinado a la inversión es «demasiado bajo» y, por tanto, que debe bajar los tipos de interés y contribuir a liberar el balance de los bancos comprando los bonos del Estado de estos últimos. Sin embargo, el problema principal es que la proporción de ahorro destinada a la inversión se considera «baja» únicamente porque los actores políticos la comparan con la época de la burbuja,[39] la excesiva acumulación de deuda y la inadecuada asignación de capital de 2001-2007 que condujeron a la crisis.[40] Si asumimos un proceso normalizado de decisión acerca del crédito, podemos entender perfectamente que el proceso de desapalancamiento de la economía real no sólo es saludable, sino esencial para evitar otra crisis.

Es muy sencillo. Pensar que la inversión «cae» tras una burbuja creada por exceso de políticas de demanda es un error de diagnóstico, debido, simplemente, a que se llega a una saturación por exceso. Y pensar que hay que «incentivar la demanda», en ese entorno, es un error. Porque la crisis es consecuencia de una década «incentivando la demanda».

Con todo, estas cuestiones serían positivas si fueran inocuas; es decir, si la trampa de la liquidez no provocase al mismo tiempo consecuencias muy negativas.

Pero ¿qué consecuencias negativas?

El rendimiento de los bonos del Estado en la eurozona ha caído a mínimos

históricos con el programa de adquisición del BCE. El flujo de capital en activos de riesgo aumenta espectacularmente[41] y las primas de riesgo se desploman, mientras que las valoraciones de los activos financieros aumentan.[42] Por tanto, incluso aunque haya un exceso de liquidez, los tipos sean bajos y aparentemente se contengan los «riesgos», el banco central no puede detener su programa de adquisiciones o ajustarlo a la nueva realidad por miedo a que se produzca un crac en el mercado. Así las cosas, el banco central no funciona como un mecanismo de transmisión para mejorar la economía real, sino como perpetuador e instigador de otra burbuja de activos financieros.

La burbuja financiera es tal que, si el BCE decidiera detener su programa de adquisiciones para absorber el exceso de liquidez del sistema, eso podría provocar un desplome del mercado porque los inversores, que han ido acumulando bonos del Estado con tipos insosteniblemente bajos y acciones no respaldadas por valores fundamentales, se apresurarían a llevar a cabo una venta por pánico.

El porcentaje de la deuda «comprada» por el BCE de los principales países a finales del primer trimestre de 2017 era: Alemania 17 por ciento, Francia 14 por ciento, Italia 12 por ciento y España 16 por ciento. En el caso español, el BCE había «comprado» 175.000 millones de euros, es decir, ha sido el mayor demandante de las emisiones netas del país, o lo que es lo mismo: en casi once años, el banco central podría «monetizar» toda la deuda pública.

¡Qué buena idea! Entonces no hay problema de riesgo porque se neutraliza el riesgo sistémico de los países, ¿verdad? Pues no. Hazte la siguiente pregunta: el día en que el BCE deje de comprar, ¿quién comprará bonos periféricos o europeos a esos precios? ¿Alguien en la sala? Y, entonces, ¿qué crees que pasa con los activos del resto de la economía, los bonos corporativos, los préstamos a empresas y a familias, las acciones, etc.? ¡Eso es! Una enorme caída cuando sea evidente que los fundamentales de caja, beneficios y capacidad de repago no concuerdan con las valoraciones de burbuja. Monetizar el ciento por ciento de la deuda pública no elimina el riesgo, sólo lo disfraza a corto plazo.

La primera señal de burbuja se encuentra claramente en la inexistencia de demanda en el mercado secundario que supla el gas de la risa monetario del BCE o de cualquier otro banco central. Indica que el precio es simplemente inasumible en un mercado abierto, aunque se confirme la recuperación, sobre todo porque los tipos, al estar por debajo de la inflación en muchos casos, no reflejan ni siquiera una rentabilidad real mínima.

Los bonos de alto riesgo de la Unión Europea cotizaban a finales de 2016 a máximos históricos a pesar de que la generación de caja y la capacidad de repago de la deuda —según Moody's y Fitch— no habían mejorado de manera relevante.

Hazte otra pregunta: ¿Te parece lógico que empresas que se financiaban al 8 por ciento por su alto riesgo en 2014 se financien a menos de la mitad en 2016 a pesar de que sus ratios de liquidez y solvencia no hayan mejorado?

Todo por la inflación

La inflación por decreto se encuentra con el escollo de la realidad. La desinflación positiva que genera el avance tecnológico se une al lógico cambio de los patrones de consumo que se dan por el envejecimiento de la población. Se ahorra más y se consume de manera diferente, se es más prudente, y aparece el elefante en la habitación: la Unión Europea nunca ha tenido un problema de falta de inversión, sino de exceso de gasto en decenas de planes industriales y de infraestructuras que han dejado tras de sí algunos efectos positivos, pero —con el exceso— también mayor deuda y sobrecapacidad.

Los supuestos efectos positivos del programa de recompras no pueden hacernos ignorar la acumulación de riesgo en bonos soberanos y corporativos, ni el impacto brutal en el sector financiero.

El presidente del BCE, Mario Draghi, no ha parado de alertar a los gobiernos sobre la importancia de las reformas que impulsen el crecimiento, la bajada de impuestos y la reducción de desequilibrios, pero nadie parece haberle escuchado. Cuando previno a los bancos sobre sus debilidades,

tampoco recibió excesiva atención. Y cuando recordó a Estados deficitarios que la política monetaria tiene fecha de caducidad, éstos miraron hacia otro lado. Eran tiempos de fiesta.

La política monetaria es «como la Coca-Cola», decía Jens Weidmann, presidente del Bundesbank. Es la chispa de la vida. Un brebaje que estimula, pero que engorda muchísimo por su enorme cantidad de azúcar, y —aunque algunos se las concedan— sin cualidades curativas.

El problema de perder la oportunidad de moderar la política monetaria es que es muy improbable que se tomen las medidas necesarias para corregir los excesos cuando ya no sean sólo evidentes para el analista económico, sino para todos. Porque entonces tendrán miedo a la caída de bolsas y bonos que ellos mismos han inflado.

Si analizamos la crisis de la eurozona, como explicaba antes, nunca existió un problema de liquidez, sino todo lo contrario: el BCE disponía de un exceso de liquidez de 120.000 millones de euros cuando se puso en marcha el programa de expansión cuantitativa, y España y otros países periféricos ya estaban recuperándose y creciendo por encima de la media de la Unión Europea. Lo que sí ocurrió es que se produjo un problema puntual de confianza en la supervivencia de la eurozona y un problema enorme en el sistema bancario, que, en el punto álgido de la crisis, estaba en posesión de unos activos totales que superaban el 320 por ciento del PIB de la eurozona y de créditos de difícil cobro por valor de más de 900.000 millones de euros.[43]

Estos problemas podrían haberse atajado con las mismas famosas palabras —y no con la compra de activos— pronunciadas por Mario Draghi: «Haremos todo lo necesario y, créanme, será suficiente»[44] y con una serie de programas de liquidez enfocados (TLTRO)[45] diseñados específicamente para ayudar a los bancos y empresas a reducir sus desequilibrios y mejorar su balance, al mismo tiempo que se evitaba el incentivo perverso de perpetuar dichos desequilibrios.

Un programa TARP[46] de ámbito europeo centrado en el rendimiento a través de dividendos, al tratarse de un préstamo que ha de devolverse y que, al mismo tiempo, incluye un control de la gestión, habría resultado

igualmente eficaz sin los riesgos de caer en la trampa de la liquidez. Un sistema que habría servido tanto como una herramienta eficiente para devolver el crédito a las pequeñas y medianas empresas y a la economía real imponiendo al mismo tiempo sanciones por el mal uso de los fondos.

No obstante, debo señalar que el Banco Central Europeo ha puesto en marcha su política monetaria no tanto debido a que su presidente y su comité ejecutivo creyesen que era urgente aplicar medidas de liquidez, sino al clamor procedente de los gobiernos endeudados.

Recuerdo una reunión en Fráncfort, en la sede del BCE, en la que me explicaron que había una presión casi asfixiante sobre el Banco Central Europeo para que llevase a cabo «la misma política que la Reserva Federal», eso sí, sin fijarse en el dinamismo y la flexibilidad de la economía estadounidense. Ese clamor venía desde las instancias que rechazaban llevar a cabo medidas estructurales y que exigían devaluar: la política preferida para esconder ineficiencias de esos países antes de entrar en el euro.

A la modestísima reducción del gasto público se le llamaba «austeridad» tras años de incrementos, ajustes de muy baja intensidad y «recortes». Y lo único que se repetía una y otra vez era que los alemanes eran los culpables de ello. En un momento dado, Mario Draghi, que es un estudioso buen conocedor del bajo efecto estructural de las políticas expansivas, se debió de decidir por no dejar que le culpasen de los problemas de otros, y puso en marcha el programa de recompras introduciendo alertas constantes sobre su fecha de caducidad y sobre la importancia de las reformas estructurales. Draghi mismo, en una reunión con inversores, nos explicaba que los cimientos de la recuperación ya estaban en marcha, y que ésta ya era evidente antes de comprar un solo activo.

Prueba de ello es que las economías y los mercados de activos se estabilizaron rápidamente meses antes de que el BCE adquiriese un solo bono, una vez que el compromiso con el euro fue afirmado categóricamente por el señor Draghi y por los países miembros de la eurozona.

Al menos, Draghi aprovecha la más mínima oportunidad para recordar a las naciones que deben aplicar reformas estructurales para que la política del banco central funcione. El BCE ha aplicado también diversas medidas con el

fin de evitar asumir riesgos excesivos o el uso incorrecto de los fondos, tales como imponer costes por liquidez no utilizada y penalizar la acumulación de bonos del Estado. Con todo, son tímidas y no han impedido que se produjese una gran burbuja.

Hazte una pregunta más: ¿Alguien cree realmente que los rendimientos de los bonos del Estado de muchos países europeos periféricos deberían estar por debajo del bono de Estados Unidos a diez años?

Es cierto que algunos de esos países vieron cómo el rendimiento de esos bonos aumentaba hasta niveles injustificados cuando las dudas acerca de la supervivencia del euro inundaron el mercado, pero, desde que esos temores se erradicaron, el rendimiento de los bonos de países como Portugal, España e Italia ha descendido hasta el nivel más bajo del que se tiene constancia, porque el BCE compra la inmensa mayoría de los que puede en cada emisión.

Al ritmo de adquisición de bonos del Estado mantenido en 2015 y 2016, el BCE sería propietario de la totalidad de la deuda de la eurozona en el espacio de once años.[47]

Ya hemos comentado el riesgo en el mercado secundario, pero muchos políticos te dirán que «si el banco central posee toda la deuda, los gobiernos serán capaces de gastar libremente sin las limitaciones de la volatilidad del mercado y la confianza de los inversores».

¿De verdad?

Piensa en ello de nuevo. Solamente en 2017, la zona euro necesitó refinanciar 1,1 billones de euros de deuda, e incluso, con el importante estímulo monetario, tiene que pagar 125.000 millones de euros en intereses.[48] Japón —país del que hablaremos en otro capítulo— destina el 22 por ciento de su presupuesto al pago de intereses a pesar de tener tipos de interés cercanos a cero desde hace diecinueve años.

El gasto deficitario no es gratuito ni siquiera si los bancos centrales monetizan toda la deuda. Por el contrario, tiene un coste muy elevado, ya sea en términos de estancamiento económico o estanflación.[49] Por no hablar de

un coste de oportunidad enorme para toda la economía.

Así las cosas, se crea un incentivo perverso. La mala asignación de capital se premia, y los excesos de capacidad y gastos improductivos se financian con mayores impuestos a los sectores de alta productividad y a las familias. Esto lleva sin duda a que la economía se estanque porque usa el acceso privilegiado a la financiación sin casi coste con el fin de perpetuar desequilibrios e inversiones «sin criterio económico», mientras la carga impositiva sube en los agentes económicos de alto valor añadido o que ahorren. Es otra enorme transferencia de renta del productivo al improductivo. Y siempre acaba en estanflación —estancamiento con inflación— y crisis.

A Draghi no se le puede criticar por su trabajo, que ha sido ejemplar en lo que respecta a poner en relieve desafíos y riesgos. Cuando analizó la situación macroeconómica y monetaria de la eurozona en 2016, confirmó un entorno muy frágil y unas cifras decepcionantes.

En teoría, la economía europea debería crecer un 2 por ciento en 2018 y en 2019. No obstante, a pesar de inundar el sistema de liquidez, las expectativas muestran un crecimiento pobre. Y hay que señalar que el BCE casi siempre ha revisado a la baja sus estimaciones de crecimiento e inflación anuales desde 2011.

Bonos a tipos negativos: los riesgos

Según Bloomberg, la eurozona acumulaba en 2016 más de 4,2 billones de euros en bonos con tipos de interés cero o negativo.[50]

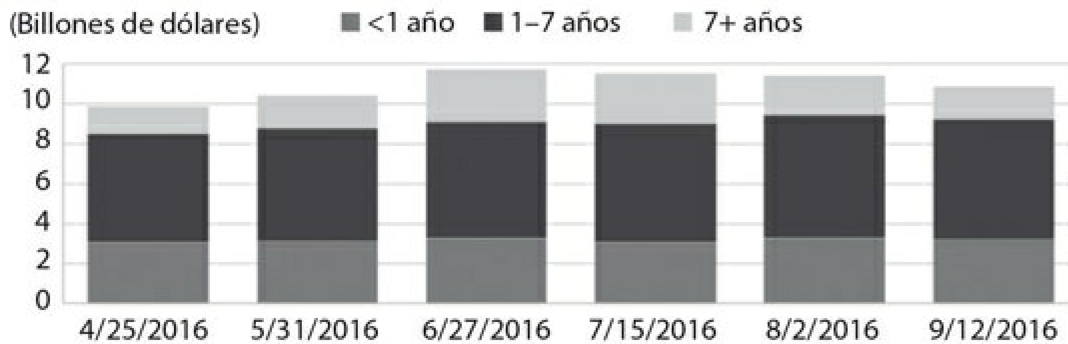


Figura 4. Bonos de rendimiento negativo en el mundo
(*Fuente*: Fitch Ratings, Bloomberg).

La «inflación» que los medios de comunicación nos dicen que no existe se encuentra ahí, en la enorme burbuja de bonos y rendimientos extraordinariamente bajos. Esta acumulación de riesgo es exactamente igual de peligrosa que la que se produjo en 2006-2008, pero potencialmente más difícil de contener, puesto que los agentes económicos no se encuentran en una posición de solvencia y de capacidad de pago mejor que en ese período. En especial en el caso de los gobiernos, y aún más en el de aquellos especialmente ineficientes y fuertemente endeudados, que caen en el error de pensar que siempre existirá dinero barato y deciden finalmente aumentar sus balances añadiendo déficit, con lo que se incrementa el riesgo de shock de la deuda cuando suban los tipos de interés.

Si los países de la Unión Europea se habitúan a tipos extraordinariamente bajos, el riesgo de pérdidas milmillonarias nominales y reales en carteras de bonos y fondos de pensiones será enorme, ya que la más mínima desviación en la inflación hará que el castillo de naipes se venga abajo. Goldman Sachs calculaba unas pérdidas mundiales de 2,5 billones de dólares a partir de un aumento de la inflación del 1 por ciento.[51] Esto es tan relevante que, si los tipos de interés aumentasen un raquítico 1 por ciento en la UE, ello provocaría unos enormes recortes para mantener los déficits actuales.

Una vez más, Draghi repite hasta la saciedad que este período de excesiva liquidez debe servir para corregir desequilibrios y poner en marcha reformas estructurales. No obstante, de nuevo, nadie parece escucharle.

El dinero barato lleva a políticas baratas; más «estímulos fiscales» y más gasto. El problema es que los desafíos estructurales de la economía europea —la demografía y la sobrecapacidad— no se solucionarán perpetuando los desequilibrios, simplemente porque los gobiernos y los agentes económicos se adaptan con extrema facilidad a medidas temporales como si éstas fueran eternas. Y lo preocupante es que la mayoría de los países europeos no están preparados para el fin de la expansión cuantitativa, sino que, por el contrario, están orientados a su ampliación.

La falacia del «efecto riqueza»

Llegados a este punto, creo que es importante retomar el concepto más defendido por los bancos centrales, el del «efecto riqueza», y establecer una distinción entre el efecto placebo de la expansión cuantitativa y la estabilización real.

En 2012, Pedro Costa, de Reuters,[52] le hizo la siguiente pregunta al presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke:

> Hablando con personas sobre la conferencia de Jackson Hole, su preocupación acerca de sus comentarios es que ellos podían ver claramente el efecto sobre los tipos de interés y sobre el mercado de valores, pero no podían ver cómo eso había ayudado a la economía. De modo que creo que existe el temor a que, con el tiempo, esta política ayude a Wall Street pero no haga tanto por el público en general. Por tanto, ¿podría usted describir con cierto detalle en qué se diferencia realmente de la economía de goteo?

La respuesta es reveladora:

> Se trata de una política en favor del público en general, porque aquí lo que se pretende es que se creen puestos de trabajo. Tratamos de crear más empleo, tratamos de cumplir el mandato de crear el máximo número de empleos, así que ése es el objetivo. Las herramientas de que disponemos implican influir en los precios de activos financieros y son las herramientas de la política monetaria. Hay una serie de diferentes canales: tipos hipotecarios, tipos de interés, tipos de bonos corporativos, pero también los precios de diversos activos como, por ejemplo, los precios de las viviendas. En cuanto los precios de las casas comiencen a subir, los consumidores se sentirán más ricos, y empezarán a

> estar más propensos al gasto. Por lo tanto, el precio de la vivienda es un vehículo […]. Y el precio de las acciones. Mucha gente posee acciones directa o indirectamente. Si el precio de las acciones mejora, esto hará que la gente esté más dispuesta a gastar. Una de las principales preocupaciones de las empresas es que no hay suficiente demanda, no hay suficiente gente que demande sus productos. Y si la gente tiene la impresión de que su situación financiera es mejor porque su plan 401(k) funciona mejor o porque por cualquier otra razón su casa tiene más valor, está más dispuesta a salir y gastar, y ello creará la demanda que las empresas necesitan para estar dispuestas a contratar e invertir.

Parece interesante, pero no funciona. ¿Por qué? Pues porque la represión financiera infla los precios de los activos financieros, pero, al mismo tiempo, destruye el poder adquisitivo de la moneda y devalúa la riqueza acumulada en depósitos.[53] Así, ese efecto riqueza disfraza la devaluación real de la renta disponible. En Estados Unidos, más del 81 por ciento de las acciones está en manos de un 10 por ciento de la población, de hecho, más del 80 por ciento de la población de Estados Unidos tiene el 9,9 por ciento o menos de su riqueza en acciones y activos financieros.[54] En la Unión Europea o en Japón, esta cifra es aún menor.[55] Esa misma abrumadora mayoría de ciudadanos estadounidenses tiene la mayor parte de su riqueza en depósitos, aquellos que se destruyen con la política de devaluación de la moneda,[56] y, mientras tanto, los salarios reales se estancan o descienden[57] y la capacidad de la clase media para pagar deudas e hipotecas se reduce.

¿Por qué estas políticas inflacionistas no se trasladan a los salarios reales? Pues por la sencilla razón de que el crecimiento de la productividad resulta muy pobre,[58] puesto que se subvenciona la sobrecapacidad y se incentiva la pobre asignación de capital.

Al mismo tiempo, el aumento del precio de las casas no crea un «efecto riqueza» real en los deudores hipotecarios y, desde luego, provoca que a quienes no son propietarios les resulte más difícil entrar en el mercado inmobiliario. No es de extrañar que durante la recuperación inmobiliaria de Estados Unidos el número de viviendas adquiridas sin hipoteca aumentara de forma espectacular.[59]

La expansión cuantitativa beneficia más a quienes tienen acceso a los crecientes activos financieros y al apalancamiento; es decir, a los gobiernos y

a los inmensamente ricos. Por tanto, no es de extrañar que los medios de comunicación de izquierdas se quejen de la creciente desigualdad, pues la política expansiva apoya de forma evidente a los más ricos y al gobierno a expensas de los ahorradores. No obstante, el problema de los medios de comunicación es que ven desigualdad y exigen como solución a éstas medidas aún más expansionistas y destructoras.

La idea de que los mercados de valores alcistas, los menores rendimientos de los bonos y los precios más altos de las viviendas benefician al público en general es simplemente ridícula. Pero más ridículo es aún pensar que imprimir billetes crea riqueza, y el peor peligro de este período es sin duda que se rescate esa locura.

El auge de alternativas populistas en Estados Unidos, como Bernie Sanders y la victoria de Donald Trump en las elecciones de 2016, son una prueba más de que el inexistente «milagro económico» de Obama simplemente no ha llegado a las clases medias. No obstante, los populistas critican estas políticas como «capitalismo salvaje» cuando en realidad es simplemente un caso de manual de estatismo e incentivo perverso público. Y en vez de criticar —correctamente— el inflacionismo, presentan como nuevas otras políticas —también— inflacionistas que han sido mucho más devastadoras.

Parece que a nadie se le ocurre algo realmente revolucionario: tan sencillo como no manipular la cantidad y el precio del dinero.

Al menos, la economía de goteo[60] tiene mérito y es real. Durante el mandato de Thatcher en el Reino Unido, los ingresos reales per cápita aumentaron un 34 por ciento, también en los sectores más desfavorecidos. Eso con una recesión, una guerra y un 11 por ciento de desempleo. Bajó los impuestos (del tipo marginal máximo del 83 por ciento al 40 por ciento), pero mantuvo unos ingresos fiscales del 40 por ciento del PIB. Con Reagan, la renta real disponible per cápita aumentó un 18 por ciento entre 1982 y 1989, lo que significa que el nivel de vida estadounidense aumentó casi un 20 por ciento en tan sólo siete años. El índice de pobreza descendió año tras año desde 1984 hasta 1989, con lo que disminuyó hasta una sexta parte desde su cifra máxima.[61]

Pero no, pues eso implica que la sociedad civil y los agentes económicos privados creen riqueza y mejoren, y lo que desean los intervencionistas es presentarse como la única solución, para lo que, por un lado, se niega la evidencia de los efectos positivos de las políticas de oferta (bajar impuestos y liberalizar la economía) y se presentan ideas aparentemente espectaculares que repartirán a expensas riqueza para todos.

Buena idea. En lugar de imprimir dinero para que los gobiernos y los especuladores se enriquezcan, creemos dinero para «la gente».

El desastre de crear «dinero para el pueblo» y la falsa teoría monetaria moderna (MMT)

> El dinero es el medio general de cambio, aquello por lo que se intercambian todos los demás bienes y servicios, el pago final de esos bienes y servicios en el mercado.
>
> ROTHBARD

El evidente fracaso de las políticas monetarias expansionistas ha creado una «nueva» escuela. Lo digo con ironía, porque es la más vieja de la historia: crear dinero de la nada para financiar «al pueblo». Y «el pueblo» es, por supuesto, el gobierno.

Se denomina teoría monetaria moderna, pero es exactamente lo mismo que se ha hecho muchas veces a lo largo de la historia, desde los asignados franceses a Allende en Chile,[62] Kiciloff en Argentina[63] o Maduro en Venezuela.[64] Y con el mismo resultado: una enorme inflación, destrucción de la moneda, culpar a los «especuladores» de la estanflación, pobreza, escasez y, por último, la quiebra. «¿Qué hacemos para celebrar la victoria de Kirchner? Comprar dólares»: es un chiste argentino que me contaron y que muestra claramente el impacto de la llegada de los salvadores de la felicidad monetaria; esto es, salir corriendo y comprar moneda extranjera para evitar el empobrecimiento mediante la devaluación. En España, como no podía ser de otra manera, esta «corriente», que de nuevo no tiene nada, está defendida por

comentadores económicos de la izquierda más radical, y no es casualidad que sean precisamente los que defienden los destrozos monetarios cometidos en los países mencionados y, a la vez, los primeros en achacar los atroces resultados a un enemigo exterior y decir que esos mismos desastres «no tienen por qué ocurrir» si se repite. Juan Ramón Rallo, en su libro *Contra la Teoría Moderna Monetaria*[65], hace una brillante y detallada refutación de esas soluciones mágicas.

Porque las políticas inflacionistas masivas no tienen nada de sociales. De Allende a Kirchner y Maduro. Es robo institucionalizado.

Imprimir dinero y provocar inflación no es una política social, es robar

Recordemos. La creación indiscriminada de dinero no respaldada por ahorros se encuentra siempre detrás de las grandes crisis y siempre hay alguien dispuesto a justificarla como un problema y su solución.

Para empezar a desmontar esta nueva atrocidad inflacionista, debemos entender qué es el dinero y por qué «crearlo» artificialmente sin base destruye más de lo que aparentemente crea. Puesto que el dinero es un medio de cambio y de pago que debe aceptarse ampliamente, si los ciudadanos pierden la confianza en su valor a causa de su manipulación, desaparece como medio de cambio, reserva de valor y unidad contable. Y esa confianza no viene determinada por un comité ni por un gobierno por decreto.

El dinero, en su función de medio de cambio, facilita el comercio, con lo que evita el trueque. Cuando los propios ciudadanos cuestionan su valor, cuando pierde su lugar como reserva, la economía se destruye, pasando de una crisis a otra, las cuales se vuelven cada vez más rápidas y violentas.[66]

El engaño que los inflacionistas nos quieren vender es que dinero es igual a moneda. Y no lo es.

La moneda es un compromiso de las autoridades que facilita el intercambio de bienes y servicios, y es generalmente aceptada. Esa moneda

no es generalmente aceptada o tiene valor porque lo decida un comité. Lo tiene porque los ciudadanos lo aceptan para el intercambio.

El dinero es la representación del valor real de los bienes y servicios de una sociedad, pero el valor del dinero es el que le conceden los ciudadanos, no lo que dice un comité o un gobierno.

La moneda, por lo tanto, puede ser dinero, pero no lo es siempre si no lo aceptamos nosotros, los ciudadanos, como tal. Se dice a veces que una moneda sólo existe cuando el gobierno acepta pagar impuestos con ella. Eso no es correcto. Una moneda solo existe cuando es la representación real generalmente aceptada del valor del dinero.

La demanda de dinero, y con ello el valor la de la moneda, se fija por el poder adquisitivo de la misma[67]. Si los ciudadanos perciben que ese poder adquisitivo es errático o disminuyente, la demanda se desploma. Y, por lo tanto, el valor de la moneda no lo reflejan los deseos de un gobierno ni su visión impuesta de la bondad de su política. Para una determinada oferta de dinero, la demanda se fija por su poder adquisitivo histórico y reciente. Ante pérdidas constantes de ese poder adquisitivo, aumentar oferta de dinero simplemente no genera nada más que empobrecimiento porque la confianza en la reserva de valor y poder adquisitivo de ese pagaré que es la moneda está cada vez más alejado de la realidad, y por lo tanto se usa cada vez menos. La sociedad no lo acepta como dinero, y pierde irremediablemente su poder adquisitivo. La sociedad, además, no son los ciudadanos del país cuyo gobierno emite la moneda, sino todos los agentes económicos que la aceptan o rechazan como reserva de valor y medio de intercambio. Y ninguna represión política cambia esa realidad.

Cuando el Estado pervierte la función de la moneda como garantía de valor y crea billetes a su antojo que no reflejan el valor del dinero, no está creando «dinero», ni mucho menos «riqueza». Está falsificando moneda igual que un contrabandista que fabrica una máquina de imprimir billetes. Y los ciudadanos perciben ese engaño, igual que un comerciante que nota que los billetes falsos que recibe no tienen la textura, tinta o caligrafía correcta. Al conocer el engaño, son los ciudadanos los primeros que rechazan esa moneda artificialmente creada. La rechazan para el intercambio y buscan preservar

valor a través de la compra —en el mercado legal o ilegal— de otras monedas que sí son reserva de valor.

El economista Frank Shostak[68] muestra claramente que una moneda no es dinero y que los Estados no pueden decidir el valor de la misma

Hay ejemplos muy evidentes de crisis monetarias provocadas por el incesante aumento de la oferta de dinero sin tener en cuenta las señales de advertencia de la inflación y la devaluación. La Venezuela de Maduro, Zimbabue, la Argentina de Kirchner, el desastre de los asignados (Assignats) durante la Revolución francesa y la República de Weimar. Todos esos ejemplos provocaron pobreza generalizada, escasez, inflación descontrolada y una pérdida de confianza general en la moneda.

La inflación es siempre un efecto monetario. Es el síntoma de un claro desequilibrio.

Dinero frente a inflación

El dinero, cuando se crea a partir de la expansión artificial de crédito, también se destruye —una grave crisis financiera, impagos, caída del valor de los bienes inmuebles— sobre la base de expectativas injustificadas. Que la creación artificial de dinero se produzca a través de crédito a los gobiernos, a las personas o a las empresas es muy similar a la situación anterior: la distorsión generada por la asignación inadecuada de capital tiene el mismo efecto.

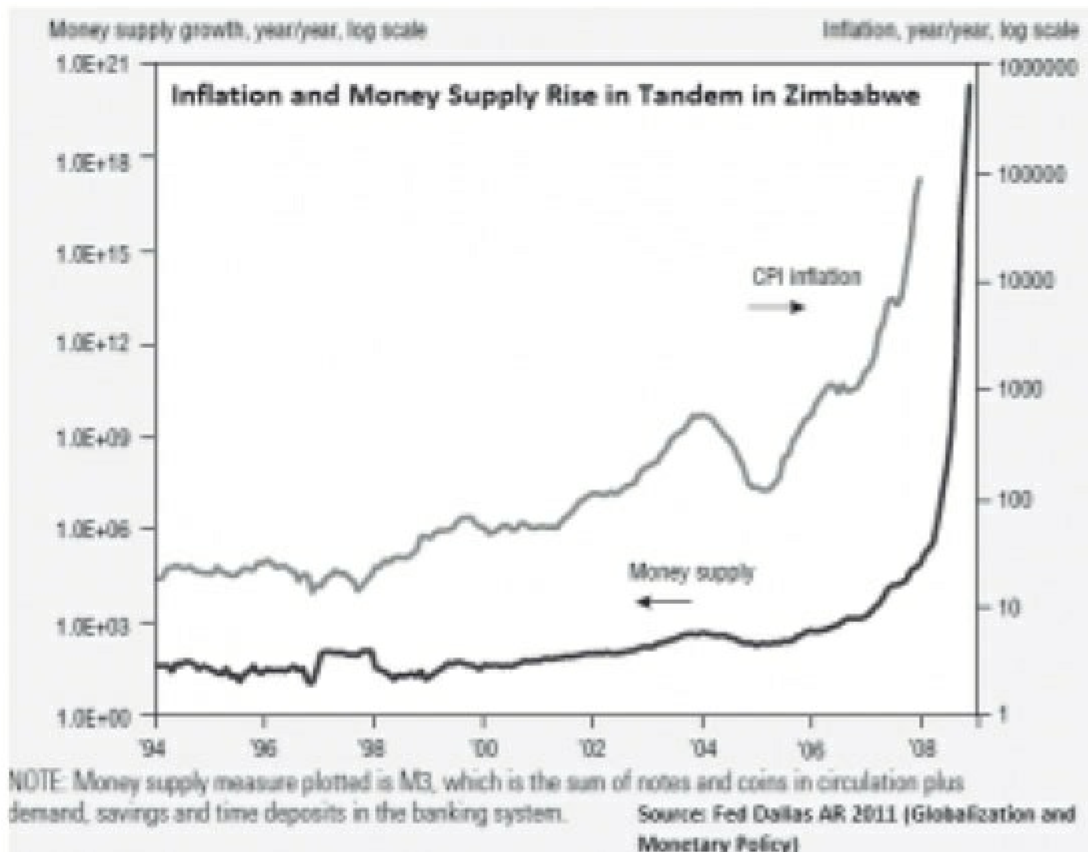


Figura 5. Prueba del impacto de la inflación provocada por una impresión de dinero irresponsable.
(*Fuente*: Fed Dallas AR 2011, Globalización y Política Monetaria.)

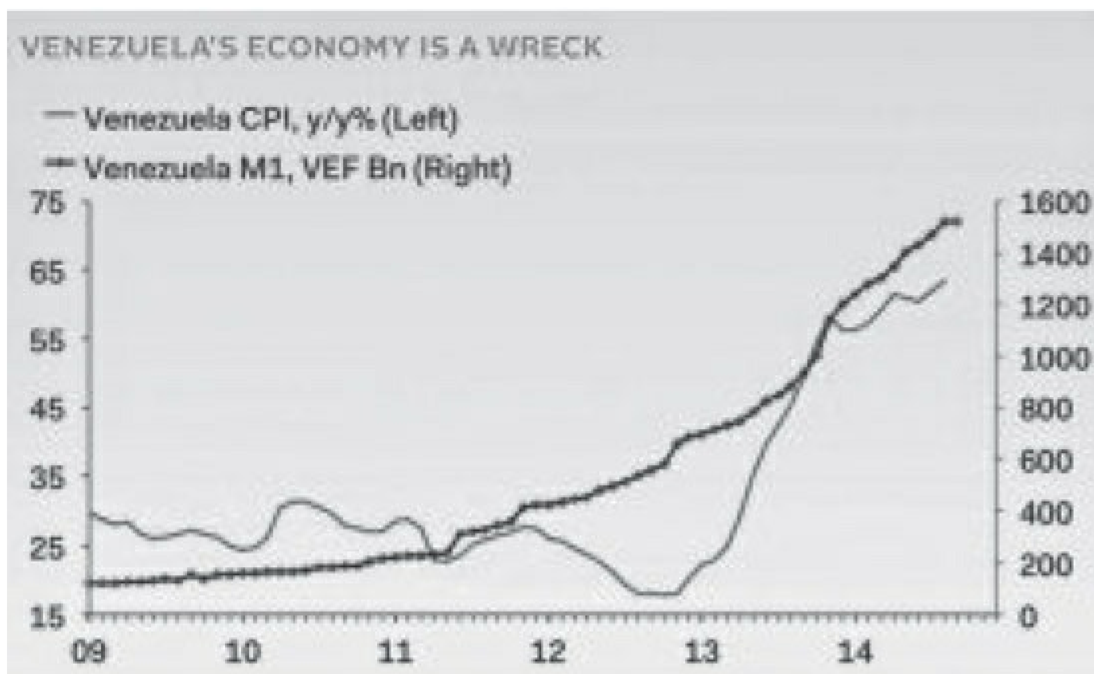


Figura 6. Prueba del impacto de la inflación provocada por una impresión de dinero irresponsable.
(*Fuente*: Dallas Fed, FMI.)

La política monetaria moderna aboga por utilizar la expansión del balance de los bancos centrales con el fin de que el dinero recién creado llegue directamente a «la gente» (dinero de helicóptero) y financie el gasto público. Pero se trata del mismo error que se produce con la expansión cuantitativa, aunque traspasando el desequilibrio de los mercados financieros al ciudadano corriente, y eliminando, asimismo, el mecanismo de control y diseminación.

Suena prometedor. El banco central «crea» nuevo dinero y se lo entrega a los ciudadanos para que puedan gastarlo, lo que impulsa el consumo y mejora la economía. Sí, salvo por el hecho de que no lo hace, pues no es más que el efecto equivalente a una subvención improductiva: en el momento en que se detiene o se traslada a los precios, genera un efecto negativo superior al supuesto beneficio que pretende generar.

Y no se ha dado un solo ejemplo en la historia en el que no se haya destruido la economía con estas ideas.

La moneda se devalúa y las importaciones, los bienes y los servicios se

vuelven más caros. La economía no recibe el impulso que los medios de comunicación y los economistas inflacionistas prevén, porque el efecto negativo de la subida de los precios reduce el supuesto impacto sobre el consumo y, porque los ciudadanos —ante el asalto a sus bolsillos— se lanzan a proteger su renta disponible comprando dólares u oro en el mercado.

Además, algunos ciudadanos decidirán ahorrar ese dinero. Incluso en entornos delimitados como las ciudades de Europa que han creado monedas locales para impulsar el consumo regional, no existen pruebas de ningún tipo de mejora en la economía ni de su capacidad para hacer frente a las crisis,[69] pues esas monedas «locales» en realidad no dejan de ser pagarés ligados al valor de un euro real.

¿Que imprimir el dinero no crea inflación?

Como muestra un botón: veamos el ejemplo de Argentina, con una inflación del 350 por ciento desde 2008 provocada por lo que el gobierno calificó de política «inclusiva» de creación de dinero para financiar «el empleo y la inversión pública», y un aumento del suministro de masa monetaria del 30 por ciento anual.

El deseo de pensar que imprimir dinero de la nada «crea riqueza» es simplemente una creencia pseudorreligiosa, no una realidad. Un somero análisis sobre la cuestión —imprimir moneda e inflación— muestra que el efecto es evidente y que siempre acaba con una crisis financiera, más inflación y mayor desempleo, pues el «efecto placebo», la ilusión de crecimiento creada a corto plazo, deja paso a una profunda crisis en un breve período.

Lo que olvidan los socialistas inflacionistas de la escuela de la MMT es el efecto de saturación de la deuda y el impacto de la constante creación de dinero en la velocidad de circulación de éste (es decir, en la actividad económica). Crear dinero para subvencionar a Estados hipertrofiados o para perpetuar la asignación inadecuada de capital de agentes privados es lo mismo. Una unidad adicional de endeudamiento no genera suficiente

crecimiento nominal del PIB para reducir la acumulación de deuda; incluso aunque se monetice la acción, impulsa la siguiente perturbación con mayor virulencia.

Por supuesto, el socialismo inflacionista de la MMT os dirá que la creación de dinero ya ocurre, en la banca privada, y que esto es lo mismo, pero desde el gobierno y para el pueblo, por lo tanto, mejor, «solidario» y «social». Siempre se acude a las palabras «solidario» y «social» para justificar el robo de los ahorros y riqueza de los ciudadanos.

Lo que identifican correctamente es la ineficacia y enormes desequilibrios que genera la creación indiscriminada de dinero por parte de los bancos centrales, pero con sus «teorías» sin embargo, lo empeoran. Es decir, en vez de darse cuenta de que el problema es imprimir moneda o crédito sin control, le adjudican al Estado una condición angelical que hará que ese error se subsane gracias al control político de la creación y distribución de dinero.

Asumir que el poder político no tiene incentivos para generar enormes desequilibrios a su favor es simplemente ridículo. Pero asumir que el Estado sabe prestar mejor y crear más riqueza que el sector privado es simplemente hilarante.

Al menos, en el sistema actual no se imprime dinero, se imprime crédito, y se genera un mecanismo de transmisión que precisamente busca reducir ineficiencias (y encima no lo consigue).

El banco central aumenta su balance y compra activos (bonos, acciones) para liberar el balance de los bancos, que analizarán la demanda de crédito solvente y prestarán a los ciudadanos. Lo que se crea es crédito. El banco central hace un enorme préstamo a la economía y se transmite vía el sector bancario.

Imaginad que esos mecanismos de transmisión se eliminan y el control político de la creación de dinero es total. El incentivo para generar enormes desequilibrios en la economía a favor del poder político que se trasladan a los ciudadanos y empresas en enorme inflación y desplazamiento de crédito (el Estado y sus empresas adláteres lo acapara), genera competencia desleal, incentivos al despilfarro y a la destrucción de la riqueza y ahorros de los ciudadanos vía devaluación e inflación. La destrucción del tejido empresarial

no clientelar es inmediata, y la de los ahorros y poder adquisitivo, la siguiente.

Los defensores de esta viejísima teoría, que de nuevo no tiene nada, te dirán que no se creará inflación ni destrucción de riqueza porque la oferta de dinero crecerá en tándem con la demanda y oferta de bienes y servicios, convirtiéndose en una máquina perfecta de alquimia, que genera oro del papel.

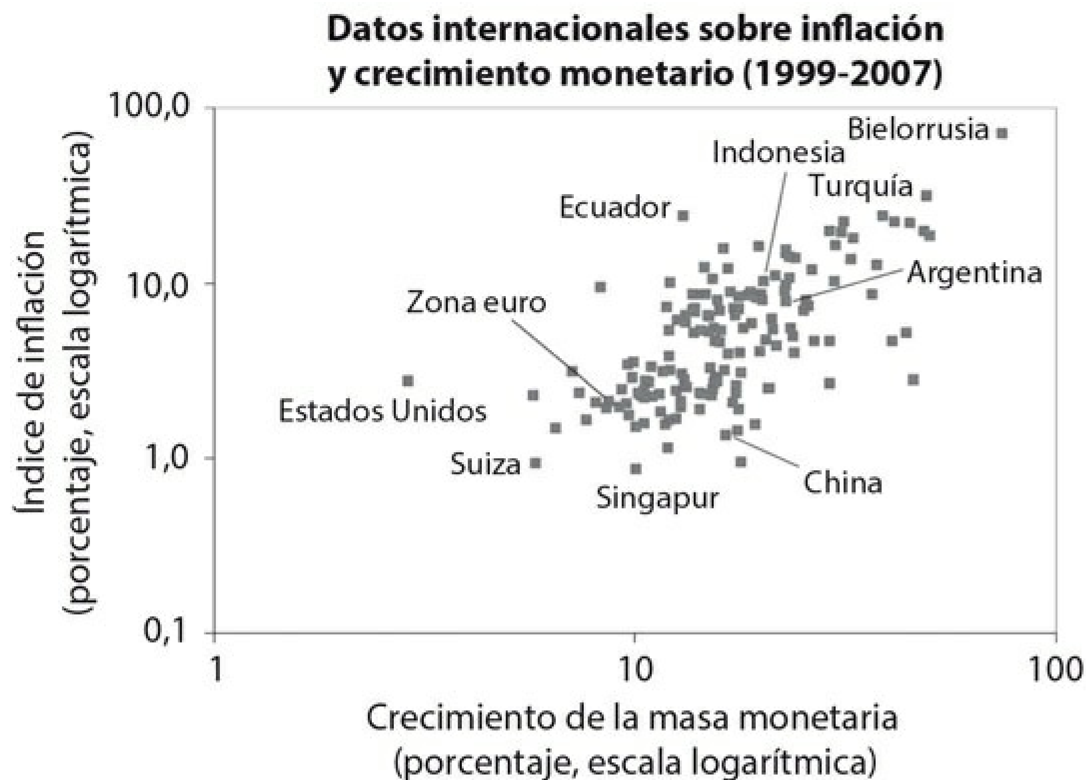


Figura 7. Datos internacionales sobre inflación y crecimiento monetario. (*Fuente*: N. Gregory Mankiw.)

Sin embargo, la idea socialista de que la oferta de dinero y la oferta y demanda de bienes y servicios crecen en tándem es simplemente fantasía. No ha ocurrido nunca. Porque el poder político siempre achaca las crisis y recesiones a un problema de demanda, nunca a sus excesos anteriores y, por lo tanto, sólo se dedica a «incentivar la demanda» con un objetivo evidente, aumentar su control de la economía y achacar los destrozos creados por la

misma a un «enemigo exterior». El poder político es infalible, siempre tiene buena intención y lo hace por tu bien, por lo tanto, si no funciona debe ser incuestionablemente culpa de otro. Eso si el poder político es socialista o comunista, claro. Si no, es malísimo y está compinchado con ese enemigo exterior para empobrecer a todos.

El Estado no tiene más ni mejor información sobre cuál es la verdadera demanda y oferta de bienes y servicios y, sin embargo, tiene todos los incentivos para sobreestimarla, gastando mucho más de lo necesario «para crecer» y hacer lo que hace el poder político, que es maximizar su presupuesto.

En el caso del sistema monetario actual, fallido también, al menos se cuenta con una serie de señales de alarma, ya que está basado en la monitorización constante de riesgo, rentabilidad y capacidad de repago y en un mercado secundario que provee de medida de control y demanda real, de reflejo de precio. Y aun así falla, como no puede ser de otra manera, porque se crean señales de demanda falsa bajando los tipos de interés y alterando la masa monetaria. Imaginad cuando todos los mecanismos de control y riesgo se eliminan y se ponen en manos del poder político. E imaginad, aún peor, si se ponen en manos de un poder político cuyo objetivo es apropiarse de los medios de producción y para el cual los precios no son un reflejo de la oferta y demanda, sino algo que decide ese poder político por decreto. Es decir, un poder que considera que dos más dos suman veintidós porque lo decide un comité por nuestro bien, y que si el mundo no acepta esa ecuación es porque está en contra del pueblo. Utilizará su capacidad de represión fiscal, política y monetaria para hacer lo que se ha hecho en los países mencionados, es decir, expropiar las migajas de lo que quede de su política devastadora. Como explicaban en un episodio de *Juego de Tronos* «no le importaría ver quemarse este país si se quedase como el rey de las cenizas».[70]

Desde 1960, la relación entre creación de dinero e inflación es directa.[71]

El efecto de saturación y la manipulación de la asignación de capital en la economía, que favorecen a sectores específicos designados por el gobierno, provocan el desplome de la actividad económica, a medida que aumentan la

represión financiera y la carga impositiva sobre las familias. Los costes de producción se disparan, la presión fiscal aumenta, los ciclos de expansión son más cortos y los márgenes son menores. Resultado: escasez.

Con todo, la teoría se basa en la idea de que, si «el gobierno gasta, la actividad económica aumenta y se produce un efecto multiplicador». Y que la creación de dinero y distribución del mismo monopolizada por el poder político llevará al pleno empleo («trabajo garantizado») y riqueza sin desigualdad. El milagro de los panes y los peces. El propio Friedrich von Hayek alertaba sobre esas estimaciones en «Pleno empleo a cualquier precio.»[72] En realidad se trata de subvencionar el supuesto empleo a costa de la productividad y el valor añadido, simplemente «rellenando» de ocupación (no puestos de trabajo) funcionarial sin función ni valor financiado con la impresión de moneda. Ello crea un efecto «tapón» en la economía. La moneda se destruye pagando unos salarios que no se justifican ni por la productividad ni por el crecimiento de valor añadido, el supuesto empleo que se crea se destruye con más virulencia en poco tiempo y se destruye más como consecuencia de los desequilibrios generados en la economía. O se destruye todo y más del empleo creado, o se destruye la moneda y su poder adquisitivo. Igual que no ocurre el milagro de la política monetaria actual con el empleo. Porque el supuesto efecto multiplicador, el milagro de los panes y los peces que pretende crear desde la magia estatal, se desvanece tan rápidamente como llegó.

El efecto multiplicador del gasto público, ese del que todo el mundo habla y nadie ve.

Numerosos estudios han demostrado que el efecto multiplicador del gasto público es inexistente, e incluso negativo en economías maduras, y la experiencia de más de cuarenta y cuatro países evidencia que este efecto no existe en economías abiertas y fuertemente endeudadas.[73]

El déficit no es un derecho, sino que se traduce en impuestos mayores y más elevados en el futuro. Las preferencias de los consumidores, dada la represión financiera, no mejoran por el hecho de que el gobierno gaste, sino que eso solamente genera más sobrecapacidad y provoca que los consumidores gasten menos al saber que los impuestos subirán o sus ahorros

valdrán menos.

Los nuevos monetaristas olvidan que su recomendación es precisamente la que condujo a Brasil y a China a una sobrecapacidad industrial del 27 por ciento y el 38 por ciento, respectivamente.[74] Y, sin duda, no se trata de poblaciones con problemas demográficos.

El crecimiento no es deficiente debido a la falta de gasto público, que se sitúa globalmente en 2016 al nivel más elevado de los últimos cincuenta años, sino a los ataques sufridos por el consumidor bajo la forma de impuestos[75] para pagar dicho gasto y al ataque a los ahorradores por la represión financiera, que devalúa y baja los tipos. Otros ejemplos del desastre que supone «crear dinero para la gente» los encontramos en Chile con Allende, en Zimbabue y en Venezuela.

Los perpetradores de esos descalabros siempre culpan a una «guerra económica», acusando a los empresarios o a los especuladores de las consecuencias de la irresponsabilidad monetaria. Sin embargo, inundar el sector público de dinero «nuevo» sin esterilización,[76] monetizándolo todo —es decir, lo que se denomina «expansión cuantitativa popular»—, es la misma locura y provoca los mismos efectos. De hecho, asume que el banco central pierde su ya cuestionada independencia y se convierte directamente en una agencia gubernamental que imprime dinero cuando el gobierno lo desea. No obstante, ese incremento de oferta de dinero no pasa a formar parte del mecanismo de transmisión que llega a todas las partes de la economía, sino que, por el contrario, el dinero nuevo es tan sólo para que el gobierno financie un «banco de inversión pública».

El error de los monetaristas socialistas de la «expansión cuantitativa popular» es que su teoría parte del argumento correcto de que la expansión monetaria, tal como la conocemos hoy, no funciona. Sin embargo, en lugar de entender que imprimir moneda es simplemente una transmisión injusta de riqueza de los ahorradores a los ineficientes y los endeudados, no consideran que la expansión monetaria sea el problema, sino el mecanismo de distribución. Así las cosas, lo que pretenden es evitar cualquier mecanismo de transmisión y crear dinero directamente para los gobiernos.

El primer problema es evidente. El banco central crearía dinero sin

ningún respaldo, lo cual equivale a un banco que conceda créditos sin ningún activo, y ese dinero se usaría para financiar elefantes blancos —proyectos enormes de gasto público sin ningún rendimiento económico evidente porque, si lo tuvieran, ya se habría invertido en ellos en el pasado—. El banco de inversión pública proporcionaría financiación ilimitada, lo que generaría riesgos elevados de irresponsabilidad en el gasto. Se trata de un desplazamiento evidente de los incentivos para despilfarrar dinero, pero también la manera de provocar efectos negativos desmesurados en el sector privado, ya que la competencia desleal implicaría que solamente sobrevivieran los sectores afines al gobierno (clientelismo).

El segundo problema se produciría cuando los crecientes créditos impagados correspondientes a proyectos sin rentabilidad se cubriesen con impuestos a los ciudadanos y al sector privado o mediante una devaluación masiva. Esto es, empobrecer al vecino.

El tercer problema es que la inflación creada por esos proyectos constituye una carga sobre la renta disponible y sobre el poder adquisitivo de los ciudadanos, que no se benefician de esa expansión de gasto «ilimitado». Los impuestos suben, el coste de la vida aumenta enormemente porque nunca suben los salarios tanto como los precios y, por encima de todo, se destruye gran parte del tejido empresarial debido a que el gobierno dispone de crédito privilegiado ilimitado.

Pensar que esta inflación lleva a salarios más altos es una falacia demostrada por la historia: es una evidencia irrefutable que en esas situaciones los salarios reales han caído a mínimos históricos.[77]

Esta política, como hemos dicho, se ha aplicado muchas veces en el pasado, y siempre ha tenido consecuencias desastrosas. Siempre. Se trata del modelo que hundió la Revolución francesa con los asignados[78] y la Argentina de Cristina Fernández de Kirchner y su ministro Axel Kiciloff,[79] un modelo que no ha hecho más que crear una enorme inflación, recesión y estanflación.

Pensar que el gobierno puede decidir la cantidad de dinero que necesita y gastarla en lo que quiera sin que ello tenga consecuencias negativas dramáticas es simplemente ciencia ficción. Es no conocer cómo se acuerda el

valor del dinero y cómo se destruye la confianza.

¿Qué hace un ciudadano que cobra unos papelitos que sabe que el gobierno va a devaluar imprimiendo? Comprar lo antes que pueda, donde pueda, aunque sea en el mercado negro, una moneda o reserva de valor que le proteja del asalto confiscador.

Al fin y al cabo, crear dinero no crea riqueza, es sólo una forma de imponer un impuesto a todos mediante la confiscación del ahorro de los demás. Imprimir «para la gente» es un mecanismo de expropiación indirecto y de empobrecimiento general.

Los aristócratas del gasto público, que no han creado nunca una empresa ni han contratado a nadie con sus ahorros y su esfuerzo, piensan siempre que intervenir en la creación de dinero y en la economía lo solucionará todo. ¿Lo saben? Por supuesto que sí. No les importa, porque para ellos el Estado es infalible y el objetivo del control político de la economía justifica cualquier error. Como decía Thomas Sowell: «El socialismo tiene un historial de fracasos tan impresionante que sólo un grupo de intelectuales puede ignorarlo o justificarlo».[80]

Si lo analizas de manera seria, entendiendo los incentivos, comprenderás por qué se hace. Incluso si uno controla el gobierno, expropiar no es sencillo, es lento, incómodo, sale uno en los periódicos, se entiende que es una injusticia y un ataque a la propiedad. Sin embargo, destruyendo el valor de la moneda, el totalitario expropia los ahorros, la riqueza y lo achaca al enemigo externo, sin sufrir consecuencias. En el proceso, además, se enriquece de manera desproporcionada.

¿Por qué el totalitario no sufre ese expolio? Porque el gobierno y sus acólitos son los que acaparan la moneda extranjera, dólares, etc., y se apropian de la riqueza del país mientras destruyen a los demás. El incentivo político es que, en ese proceso de expropiación y empobrecimiento general, recurren a soflamas contra el capital, los fondos buitre, los especuladores, los americanos… a quien haga falta, mientras se enriquecen con los pocos dólares que entran en la economía, acumulándolos para disfrute personal mientras el resto se queda con la escasez y la miseria de sus monedas devaluadas.

En realidad, es el proceso mencionado de quemar el bosque para convertirse en el amo de las cenizas. Empobrecer a todos para crear una élite que se enriquece —como hemos visto en Argentina o en Venezuela con los boliburgueses— de manera inimaginable a costa del pueblo y fingiendo defender a ese mismo pueblo, creando represión financiera, corralitos e impagos, mientras disfrutan de fortunas milmillonarias que no podrían imaginar en sus sueños más salvajes si lo intentasen dentro de un sistema económico abierto y democrático. Por eso, con el efecto de los primeros síntomas de exceso de inflación y escasez, añaden a la represión financiera la represión legal y política. Porque los ciudadanos tienen la fastidiosa necesidad de comer y vestirse y se empiezan a quejar del desabastecimiento y la transferencia de renta hacia la élite totalitaria. Y con la combinación de represión financiera y política, el país se convierte en un rehén.

Esto no es un relato de terror. Bueno, lo es. Pero es una realidad que se repite en el ciento por ciento de los casos en los que se da el control monetario al comunismo o al socialismo «mesiánico», como explica Antonio Escohotado.[81]

Aumentar la masa monetaria por encima del crecimiento histórico del PIB nominal provoca siempre desequilibrios que conducen a una profunda crisis. Y si a eso se añade la expropiación de los medios de producción y el abandono de las más básicas reglas del crecimiento y la productividad, el resultado es, y ha sido, siempre devastador.

Los inflacionistas socialistas te dirán que todo eso es falso y que Estados Unidos lleva a cabo enormes políticas devaluadoras y no pasa nada. El problema de ese argumento es no saber lo que es una moneda de reserva global. Estados Unidos puede llevar a cabo sus erróneas políticas devaluadoras porque siempre mira con todo detalle la demanda global de dólares y que su moneda se mantenga como reserva global. Es decir, siempre presta atención al mercado secundario y a la calidad de la confianza en su economía y sus instituciones, además de la apertura de su economía. Por eso, los que pretenden usar la política monetaria sin entender la importancia de mantener el estatus como reserva de valor y mecanismo de intercambio generalmente aceptado, creyendo que eso es algo que decide el gobierno por

ley, siempre fracasan. Y empobrecen a los mismos a los que fingen defender, a los pobres.

Haz la prueba. Cuando vayas a un país remoto del mundo, y no tengas con qué pagar, ofrece oro o dólares. Los aceptarán sin duda. Ahora, ve y ofrece dracmas (hace décadas) o bolívares… No hace falta ni irse a un país remoto. Ninguna moneda sobrevive al asalto represor del gobierno cuando pierde su posición como reserva de valor y mecanismo generalmente aceptado de cambio. Diga lo que diga el líder mesiánico de turno.

La «teoría monetaria moderna» no es nueva. Se trata de la misma vieja búsqueda de control gubernamental ilimitado a toda costa, financiada a expensas de todo lo demás. Y el helicóptero monetario no deja de ser la misma y vieja entelequia inflacionista y el resultado siempre es el mismo, el de una subvención improductiva.

El helicóptero monetario parece una buena idea hasta que se pone en práctica. Ya que los bancos —tan malos, ellos— no prestan, y el sector privado no invierte —tan malvados—, que lo haga el Estado y que se imprima para dar dinero «a las familias». El problema es que tú no vas a recibir un cheque, ya que puedes decidir ahorrarlo, vaya por Dios, o peor, repagar deuda. Se lo gasta por ti el Estado, que no tiene mejor o más detallada información sobre cuáles son las áreas donde invertir y, sin embargo, sí tiene el incentivo perverso de gastar en sectores de baja productividad y obsoletos porque a) dan más oportunidades de inaugurar «cosas» y b) lo pagas tú con mayores impuestos cuando se dispara el déficit. Que se dispara porque se elimina el riesgo de malgastar. No soluciona ni los problemas de productividad ni la competitividad de la economía, pero incentiva el clientelismo en sectores afines al poder.

Efectivamente, el helicóptero monetario no deja de ser la misma subvención encubierta a los sectores endeudados e ineficientes, a costa del ahorrador y el eficiente, perpetuando la baja productividad, el clientelismo y el sobreendeudamiento. Y, como tal, cuando se pone en marcha, se convierte en casi imposible de revertir. Porque es promover la mala asignación de capital, que si ya era pobre con tipos bajos es peor regando de dinero el gasto político mediante elefantes blancos.

Las experiencias de la historia en políticas inflacionistas monetaristas muestran, unánimemente, que conducen a una enorme crisis.

Ecuador evita la depresión sin imprimir dinero

El lector socialista o comunista me dirá que el análisis antes mencionado está sesgado por la ideología. A lo que le responderé: «Mira a Ecuador». Ecuador es a la falacia de la «guerra económica» lo que Estonia o Irlanda son a la mentira de la «austeridad destructora». Ecuador es la prueba de que un país con un régimen socialista que no cae en la política de destruir la moneda imprimiendo es capaz de salir de una crisis mejor que sus países compañeros de ideología que se lanzan a culpar al enemigo exterior de sus desequilibrios monetarios autoinfligidos.

Gabriela Calderón de Burgos,[82] una economista excepcional de ese querido país, explica cómo Ecuador evitó la depresión vinculando la moneda al dólar estadounidense, incapaz de imprimir «dinero para el pueblo»… Y cómo, a su vez, escapó de la monstruosa inflación y del desastre monetario de Venezuela y Argentina. Leamos a esta autora:

«Los funcionarios del gobierno ecuatoriano repetían que habían controlado la recesión económica a pesar de tener las manos atadas por no disponer de moneda propia. ¿Qué habría pasado si, desde el inicio de los problemas en 2014, en lugar de haberse dolarizado, Ecuador hubiera tenido una moneda nacional y hubiese seguido la política monetaria de sus socios ideológicos Venezuela y Argentina?

Los políticos habrían tratado de combatir el ciclo económico gastando más, imprimiendo dinero mientras el flujo de entrada de divisas se desplomaba, y tratando de monetizar el gasto, lo que hubiese provocado una enorme depreciación de la moneda.

Los ecuatorianos habrían reaccionado rechazando una moneda cuyo valor disminuía cada día, como hicieron los argentinos y los venezolanos, en busca de otra que mantuviera su valor. Esto habría provocado, igual que sucedió en los países mencionados, retiradas masivas de sucres —la moneda ecuatoriana

— de los bancos para comprar dólares estadounidenses, oro o lo que fuera.

Lo que se acaba de explicar no es algo hipotético. Sucedió a finales de la década de 1990, cuando el Banco Central de Ecuador (BCE), ante la caída del sucre respecto al dólar, intervino en el mercado de divisas para tratar de frenar su declive, gastando toda su reserva de divisas en el proceso, lo que impulsó la depresión y una enorme inflación.

Al ver disminuir las reservas, la gente se pone aún más nerviosa y se aceleran las retiradas de efectivo. Cuando eso sucedió, el banco central trató de contener las retiradas de depósitos y la fuga de capitales elevando los tipos de interés, pero fue incapaz de frenar el proceso de estanflación.

¿Cuánto emitieron? En 1996, la masa monetaria registró un incremento anual del 51,2 por ciento, en 1997 del 28,2 por ciento, en 1998 del 38,6 por ciento y en 1999 del 149 por ciento. Como consecuencia de esta orgía de creación de dinero se produjo una inflación galopante, que pasó del 24 por ciento en 1996 al 52 por ciento en 1999 y al 98 por ciento en 2000.

Cabe señalar que ese enorme aumento de la masa monetaria provocó tal depreciación de la moneda que generó un pánico bancario y una enorme fuga de capital. El banco central prestó dinero a los bancos para que pudieran pagar a sus clientes, que estaban desesperados por cambiar sus sucres a dólares. La crisis monetaria, económica y financiera se interrumpió en enero de 2000 con la adopción del dólar.

A partir de 2014, cuando el presupuesto gubernamental alcanzó su máximo y empezó la caída de los precios del petróleo, el déficit de financiación de Ecuador aumentó considerablemente. Como consecuencia de ello se produjeron recortes de gastos, y el gobierno ecuatoriano se negó a realizar ajustes que eran inevitables. En su obstinación, sustituyó los elevados ingresos procedentes del petróleo por un agresivo incremento de la deuda pública a tipos elevados. El dinero nunca es suficiente y es fácil suponer que si, por ejemplo, entre 2015 y 2017 el gobierno de Ecuador hubiera contado con su propia moneda, gran parte del déficit de financiación habría quedado compensado por un aumento considerable de la emisión de dinero y una espiral de fenómenos agravantes parecidos o peores que los experimentados en 1999.

A pesar del aumento de la deuda, que se sitúa en el 33 por ciento del PIB, todavía por debajo de otros países de la zona, la adopción del dólar ha permitido al país sobrellevar la caída de los precios del petróleo con una inflación moderada, mucho menos sufrimiento económico que Venezuela o Argentina, y sin destruir las finanzas del país. Lejos de quejarse por la dolarización, los funcionarios del gobierno deberían reconocer que se trató de la mejor reforma económica introducida en el país».[83]

(Agradecimientos a Gabriela Calderón de Burgos por su aportación reseñada.)

Estimular… fallar… ¿Cuál es el paso siguiente?

Volvamos al mundo. Se han aplicado estímulos monetarios y fiscales con el objetivo de estimular el crecimiento, reducir los desequilibrios creados en la crisis anterior y ayudar a disminuir la deuda.

Sin embargo, a finales de 2016, la deuda global supera los 217 billones de dólares, o el 325 por ciento del PIB, y ese crecimiento se ha acelerado, no reducido, en 2017. En definitiva, la deuda global se ha incrementado en más de 67 billones de dólares durante esos ocho años de estímulos y de bonanza de gasto deficitario.[84]

Así pues, la máquina del gas de la risa monetario no ha dado resultado y sus consecuencias se sienten en todo el mundo, tal como se aprecia en los mercados emergentes: monedas en caída libre, materias primas a mínimos históricos, estanflación, etc. Años de dólares baratos inundando el mercado, financiando inversiones a largo plazo con liquidez impulsada por la expansión cuantitativa a corto plazo han creado sobrecapacidad, distorsiones y burbujas… que han estallado a cámara lenta ante nuestros ojos sólo con un repunte de los tipos de 0,25 puntos porcentuales.

Una de las mayores dificultades a las que se enfrenta la OCDE es que ha puesto en marcha enormes planes de estímulo que han hinchado los balances

de los bancos centrales sin crear inflación de los precios, mientras que el crecimiento continúa siendo más que decepcionante. Esto es lo que yo llamo las tres «B»: bajos tipos de interés, bajo crecimiento y baja inflación.

Siempre me ha parecido importante recordar este dato: durante ese período de «estímulo», solamente los países del G7 agregaron casi 18 billones de dólares de deuda a una cifra récord de 140 billones, de los cuales casi 5 billones proceden de la expansión de los balances de sus bancos centrales, y han generado únicamente un billón de dólares de PIB nominal. Es decir, durante cinco años, para generar un crecimiento de 1 dólar, los países del G7 han «gastado» 18 dólares, el 30 por ciento de los cuales proceden de bancos centrales.[85]

La «inversión» en crecimiento que se supone que tiene que proceder de déficits astronómicos, deuda y una expansión agresiva de los bancos centrales simplemente no da frutos. Los bancos centrales compran bonos que les rentan algo de interés, de acuerdo, pero el valor del capital principal depende de que se mantenga la burbuja.

Para intentar aplacar la «crisis», el banco central imprime dinero —amplía el crédito— para comprar bonos del sistema financiero y los ahorros privados con el fin de «aliviar» el balance de los bancos y ayudar a que el crédito llegue a la economía real. No obstante, al perpetuar eso, el banco central ha cometido el error de convertirse en el principal comprador, con lo que sostiene las valoraciones de la burbuja.

Éste es el problema que hemos comentado, pero ahora detallemos el porqué.

Primer error: el banco central compra bonos con una valoración significativamente más elevada que los fundamentales económicos. Por tanto, aunque esas adquisiciones de activos generen un rendimiento —el banco central recibe cupones de esos bonos—, el precio en el mercado del principal solamente está justificado por el hecho de que el banco central compra la mayor parte del suministro.

Imagina un mercado y que un único comprador adquiere todos los productos, independientemente de la demanda. Los precios se ponen por las nubes porque ese «supercomprador» los infla. Entonces, cuando deja de

adquirir esos productos, ¿qué sucede en el mercado? Exacto, los precios caen de manera demasiado agresiva, de modo que el supercomprador tiene que seguir comprando para evitar un desplome masivo de los precios que él mismo ha inflado.

Segundo error: creer que la anterior valoración era injustificada. Al extender la política monetaria y la recompra de activos durante años, el banco central pasa de comprar «gangas» que, en realidad, han sido comercializadas con un descuento injustificado a comprar «todo» lo que esté disponible, lo que genera una burbuja en los bonos. Crea su propia trampa, ya que el propio banco central «disfraza» la posible pérdida de capital por comprar activos sobrevalorados, lo que alimenta la burbuja.

Tercer error: la curva de riesgo cambia y los mercados asumen mayor riesgo por menor rentabilidad. Así, cada nuevo programa de expansión monetaria provoca dos efectos perversos: los bancos y los inversores siguen prefiriendo bonos y activos líquidos, e invierten menos en la economía real, porque se «zombifica» la economía y se mantiene la sobrecapacidad. Y el banco central se ve obligado a mantener el programa de adquisición de activos para evitar otra crisis financiera. Por eso se desploma la velocidad de circulación del dinero.

Si el banco central alimenta la burbuja, especialmente en bonos soberanos, crea más represión financiera, mediante la impresión de dinero durante más tiempo a expensas de los contribuyentes y ahorradores, ya sea debido a un menor valor de la moneda, más inflación o impuestos más elevados. Por eso son tan importantes las palabras de Mario Draghi: «La política monetaria no puede sustituir a las reformas. Es fundamental que haya una cooperación entre la política económica y las reformas estructurales». [86]

Los bancos centrales no pueden imprimir crecimiento. Pueden comprar algo de tiempo, pero el efecto, igual que el «gas de la risa monetario», dura poco.

Los fundamentales

Una de las afirmaciones más peligrosas que oímos habitualmente es que «los fundamentos no han cambiado». Sí que cambian, y mucho.

Si analizamos las expectativas de crecimiento global de las organizaciones internacionales, lo primero que debería preocuparnos es la velocidad y la intensidad de las revisiones a la baja. En Estados Unidos, por ejemplo, nos encontramos con una previsión de crecimiento del 3,5 por ciento que se revisó al 2 por ciento en menos de seis meses en 2015. Si nos fijamos en la revisión de los cálculos del cuarto trimestre de 2015 de las principales economías mundiales, se rebajaron un 40 por ciento en menos de veinte días.[87] Como es lógico, el FMI y la OCDE rebajan sus previsiones casi cada tres meses. ¿Es posible que estén equivocados? Sí, pero si nos fijamos en la historia, la mayor parte de las veces han sido optimistas en sus previsiones, no prudentes.

El proceso de rebaja de estimaciones no ha acabado. Y China es una de las razones clave. La economía global se ha adaptado para justificar enormes inversiones que se ajusten al crecimiento previsto del gigante asiático, sin tener en cuenta su fragilidad. China, con una sobrecapacidad de casi el 60 por ciento y una deuda total que ya supera el 250 por ciento del PIB,[88] presenta un problema financiero que sólo se podrá abordar con grandes devaluaciones y un menor crecimiento. La ralentización no será fácil, todos sabemos que un exceso de más de una década no se resuelve en un año. Este panorama reparte deflación por todo el orbe, ya que China devalúa y trata de exportar más, y cuando el «motor del mundo» se ralentiza porque pone fin a un modelo insostenible, el mundo queda con una sobrecapacidad creada para ese espejismo de crecimiento: los precios de las materias primas caen y los países dependientes de la minería y la energía sufren.

Los economistas de consenso han sobrevalorado constantemente los efectos positivos de la política monetaria y las medidas fiscales expansionistas, y han ignorado sus riesgos. Como hemos comentado, las medidas de emergencia han acabado por ser permanentes y la economía global, tras años de políticas expansionistas, muestra tres signos que indican una mayor fragilidad.

En primer lugar, el enorme aumento de la deuda, con un incremento de la pública del 9 por ciento anual según el Banco Mundial. En segundo lugar, la sobrecapacidad industrial se ha perpetuado debido a la refinanciación de sectores ineficientes o endeudados. Los gobiernos no entienden el efecto acumulativo de esta sobrecapacidad porque siempre la atribuyen a la falta de demanda, no a una asignación de capital incorrecta. Si construyo una zapatería al lado de otras seis zapaterías, y quiebro, no es por falta de pies, sino por exceso de oferta.

En 2008, hubo un problema de sobrecapacidad, principalmente en los países desarrollados. Con los enormes planes de expansión de los mercados emergentes, la sobrecapacidad se ha acumulado y se ha transmitido a dos tercios de la economía mundial. Brasil, China, los países de la OPEP y del Sudeste Asiático se unen a las naciones desarrolladas a la hora de sufrir las consecuencias de invertir en enormes proyectos de elefantes blancos de rentabilidad cuestionable «para estimular el PIB».

Las guerras monetarias y la manipulación de la cantidad y el precio del dinero hacen que la percepción de riesgo sea mayor y el crédito solvente no aumenta, ya que el coste medio del capital[89] sigue siendo mayor que el rendimiento esperado, lo cual provoca que la capacidad de pago de la deuda no mejore o disminuya, a pesar de los tipos bajos. Una recesión de balance no se soluciona con más liquidez e incentivos para tomar dinero a crédito. Y no se solucionará con grandes gastos en infraestructuras y un mayor gasto deficitario.

Compensar la ralentización de China y de los mercados emergentes con gasto público es fiscalmente imposible, porque la mayoría de las economías han superado el umbral de saturación de la deuda y porque una unidad de deuda adicional no genera un aumento nominal del PIB.

Las necesidades globales de infraestructuras y educación son de alrededor de 855.000 millones de dólares anuales, según el Banco Mundial.[90] Todo ese gasto extra, si se produce, no compensa ni siquiera la mitad del impacto de la ralentización de China a un nivel de crecimiento sostenible, incluso aunque asumamos la existencia de multiplicadores fiscales más que desacreditados por la realidad.[91]

China representa alrededor del 16 por ciento del PIB mundial;[92] su ralentización a un nivel de crecimiento sostenible no puede compensarse con elefantes blancos en otro sitio. No es pesimismo, son matemáticas.

Como hemos explicado, la inadecuada asignación de capital creada por exceso de liquidez y tipos de interés cero han provocado una burbuja de crédito en los bonos de alto rendimiento y soberanos, enmascarando su verdadera capacidad de pago. Si examinamos las cifras globalmente, los bonos corporativos y soberanos con vencimiento en 2020 ascienden a casi 20 billones de dólares, y hasta el 14 por ciento de ellos se consideran de «difícil cobro».[93]

Con todos estos elementos de fragilidad, es normal suponer que nos enfrentamos a un entorno de bajo crecimiento, pero hay razones para dudar de que se trate de una recesión global. Por un lado, el problema chino es principalmente un problema de moneda local y dentro de su sector financiero, lo cual reduce el riesgo de contagio al sistema financiero global. Por otro, las reservas de dólares en países emergentes tan sólo se han reducido moderadamente y siguen en niveles récord después de que los precios de las materias primas se hayan desplomado un 50 por ciento. Y además, a pesar de que los riesgos de impago en los países emergentes, la minería y las materias primas subieron, todo ello no ha legado a constituir una pequeña parte del alcance del riesgo de la burbuja inmobiliaria de 2008. Por su parte, el consumo continúa aumentando a causa del crecimiento en la clase media global y al efecto de la tecnología, lo cual trae consigo rentabilidad y deflación.

Todo ello representa una ralentización, no una crisis crediticia provocada por el riesgo financiero y, como tal, pone en entredicho la posibilidad de una recesión global. Sin embargo, el aumento del consumo no compensará la saturación del obsoleto y endeudado modelo de crecimiento industrial.

La economía mundial se enfrenta a un largo período de crecimiento débil, pero no deberíamos confundirlo con una recesión global. Repetir los errores del pasado no cambiará el panorama, lo perpetuará. Los tipos reales negativos no estimularán la inversión, pues frenan los créditos a la economía real y fomentan la inversión a corto plazo. Así, la salida de una recesión de balance

no vendrá del mismo error de aumentar el gasto público e incrementar la deuda; sólo se solucionará cuando recuperemos como objetivo político principal el aumento de los ingresos domésticos disponibles, en lugar de atacarlo con represión financiera.

Más crisis, más cortas

Con todo, ése es el gran error: pensar que, como hasta ahora «no ha pasado nada», no volverá a pasar. El economista Alan Taylor[94] muestra cómo el auge del crédito provoca tanto crisis financieras como recesiones más largas y más profundas de lo normal. Las crisis financieras eran habituales en los siglos XIX y XX —se producían cada quince o veinte años— y, después del fin del sistema de Bretton Woods, la cantidad de crisis se ha multiplicado por dos, aunque —y esto es importante— son menos agresivas.[95] De manera que sí, efectivamente: en algún momento de los próximos cinco años, se producirá una importante crisis financiera. Para darse cuenta de ello no es necesario ser un economista de primer orden. La dificultad estriba en predecir cuándo, pues las burbujas no son difíciles de ver, el verdadero reto es augurar cuándo pincharán.

La lección principal de este capítulo es darse cuenta de que la política monetaria puede tener algún efecto cuando el pánico y el riesgo de contagio son injustificados, como la desintegración del euro, pero que puede convertirse enseguida en una trampa al ofrecer incentivos perversos para prolongar los desequilibrios. No obstante, el hecho de que esos incentivos existan junto con el mecanismo de transmisión de los bancos comerciales no hace que esa misma política sin dicho mecanismo sea más eficaz, pues lo que hace es simplemente crear incentivos negativos, diferentes sí, pero igualmente peligrosos.

Para los inversores, la principal lección que se puede extraer de la experiencia europea con la expansión cuantitativa es que la mentalidad de «comprar cuando los precios han caído» no funciona si los fundamentales no

mejoran. La experiencia europea con la expansión cuantitativa generó importantes rendimientos para los inversores en bonos, pero acabó siendo una trampa de valor para los inversores en bolsa. La razón primera fue que, mientras que en Estados Unidos las empresas usaron la represión financiera con el fin de impulsar la recompra de acciones y dividendos y los bancos se reforzaron rápidamente para devolver los préstamos recibidos y escapar de la intervención, en Europa las empresas se limitaron a continuar actuando como si nada hubiera sucedido y los bancos cayeron en la trampa de la expansión cuantitativa creyendo que sería positiva para sus beneficios. Y no lo fue.

Así, las bolsas europeas tuvieron un comportamiento que dejó mucho que desear, a pesar del programa de recompras del BCE… hasta que, por fin, la espiral de rebajas de estimaciones de beneficios empresariales cambió, aunque ya en 2017. Con todo, el inversor debe ser consciente del enorme riesgo estructural que se produce en una Europa que ha decidido tomarse con mucha calma las decisiones de reestructuración y cambio. El que compara las bolsas de Estados Unidos con las de Europa a la hora de entender riesgos y valoraciones debe incorporar el tipo de empresas —en este caso, tecnológicas frente a los conglomerados industriales europeos— y políticas de remuneración al accionista.

Capítulo 3

La deuda no es un activo. El relativo éxito de la expansión cuantitativa de Estados Unidos

Dios bendiga a los jóvenes, que heredarán nuestra deuda.

HERBERT HOOVER

Una cosa que debemos tener clara a estas alturas es que, si los gobiernos se benefician de la represión financiera, ésta continuará y habrá comentaristas que la defenderán. Por consiguiente, debemos entender cómo funcionan los ciclos y comportarnos de manera rigurosa siendo conscientes sobre qué partes de la economía van bien y cuáles no. Esto es especialmente importante porque podremos analizar de manera correcta los riesgos y olvidar que hay elementos que han funcionado. En efecto, porque una crítica debe incluir aquellos aspectos de políticas complejas que puedan haber avanzado.

Hay partes de la economía que se han beneficiado de los tipos bajos y de la alta liquidez. Muchas empresas —las «renegadas» las llamo yo— han aprovechado esta situación con el fin de prepararse para el invierno, en vez de caer en el canto de sirena de los tipos bajos para endeudarse. El consejero delegado de una gran empresa estadounidense me decía: «El QE es una enorme inyección de esteroides, y como tal ensancha los músculos y causa euforia, pero también aporta riesgos de un ataque al corazón». Esa compañía

ha aprovechado estos ocho años para aumentar sus recompras de acciones, la mejor inversión que puede hacer con la caja excedentaria, y para reducir deuda, y hoy en día —si suben los tipos de interés o entramos en un período recesivo—, se enfrenta a este entorno mucho mejor preparada y con la fortaleza necesaria para comprar a aquellos que se han dejado llevar por el efecto de los «esteroides», esto es, cuando las valoraciones se desplomen. «Pero puede pasar mucho tiempo», le dije. «Yo no tengo prisa, ellos no tienen capacidad de adaptarse cuando baje el efecto», me respondió.

Por lo tanto, sí, una de las razones por las que muchas empresas se han fortalecido ha sido precisamente por rechazar el efecto llamada. Es decir, por hacer lo contrario de lo que le indicaba la planificación centralizada. Pero cuando el resultado es un aumento de 10 billones de dólares de deuda añadida para un decepcionante crecimiento del PIB de 3,6 billones de dólares en ocho años, en Estados Unidos, eso muestra la fragilidad de los beneficios y el riesgo de los desequilibrios acumulados.

Sin embargo, hay comentaristas que lo ven de manera diferente; algunos piensan incluso que la deuda nacional no es un riesgo, sino un activo.

¿Es la deuda realmente un activo?[96]

En última instancia, algunos economistas dirán que el déficit público no es otra cosa que dinero creado que entra en la economía, crea más crecimiento y riqueza para los ciudadanos y que el gobierno nunca tiene que devolver la deuda, tan sólo se limita a emitir pagarés que nunca se pagan, pues solamente se refinancian con interés. Por tanto, la deuda pública es, en realidad, un activo, que demanda el mercado y financia el crecimiento.

> Ésa es básicamente la situación de la deuda nacional estadounidense. Estados Unidos emite dinero mediante gasto deficitario. Coloca más dinero en cuentas privadas del que obtiene mediante impuestos. El sector privado tiene más activos en su balance (pero no más pasivo, de modo que tiene más «patrimonio neto», el saldo neto a la derecha de su hoja de balance). Hacienda no ha prometido canjear ese dinero nuevo por… nada (excepto, tal vez… por diferentes activos emitidos por el gobierno). Simplemente está

ahí.[97]

¿No es genial? Magia. Un Estado puede emitir toda la deuda que quiera y no hay problema, porque no se paga y, en realidad, es un activo para otros. Suena fantástico… sólo que no es cierto.

Primero, el gasto deficitario y la deuda creada superan el total de bienes y servicios de la economía. En el caso de Estados Unidos en más del ciento por ciento. La deuda total en la economía —privada y pública— supera también la suma de los ahorros, los bienes y los servicios. En el caso de Estados Unidos, un 300 por ciento.[98] Y aunque no se pague nada de la deuda pública, ésta sigue costando una enorme cantidad de dinero en intereses cada año,[99] incluso si se bajan esos tipos a casi cero. Además, al continuar emitiendo más dinero, el poder adquisitivo de la moneda disminuye, y no se crea verdadera riqueza, sino que se destruye. Por si fuera poco, al mismo tiempo que el gobierno entra en la espiral de resolver los desequilibrios mediante más emisión de moneda y más déficit, la economía entra también en el círculo vicioso de la deuda no productiva y el estancamiento secular. Además, emitir deuda no es como emitir acciones perpetuas. Tiene riesgo periódico de vencimiento, de insolvencia y de repago.

No me cansaré de repetirlo: si crear dinero de la nada generase riqueza, Venezuela, Zimbabue y Argentina serían los países más ricos del mundo. Si la deuda fuera un activo y no una obligación y una carga, Grecia sería el país más próspero de la Unión Europea.

Existe una razón por la que Estados Unidos puede llevar a cabo su política monetaria expansiva, y hay que volver a decirlo: es precisamente porque el dólar estadounidense continúa siendo una reserva de valor y todo el mundo confía en que el gobierno acabará pagando esas deudas con algo más que inflación, esto es, con crecimiento y riqueza.

Además, la promesa y el compromiso de controlar el aumento del déficit y poner fin a esa política es lo que hace que el dólar siga siendo una reserva de valor. Traicionar la confianza depositada por el mundo entero en la economía de Estados Unidos al incumplir la promesa de pago y olvidar la importancia de un mercado secundario, donde la esterilización (vender lo

comprado) de parte de esa deuda emitida es intrínseca a dicha confianza, destruiría el valor de la moneda percibido por el resto del mundo.

Una moneda únicamente tiene valor porque la mayoría de la población acepta ese valor percibido. Así que no, la deuda no es un activo. Incluso Marx la consideraba un capital ficticio.[100] Si fuera un activo, un gobierno podría realizar tanto gasto deficitario como quisiese y siempre que quisiera y no tendría consecuencias. Y, sin embargo, las tiene. Ignorar las numerosas crisis financieras generadas por la acumulación de deuda, considerándolas simples anomalías, y fomentar desequilibrios perpetuos no es sólo irresponsable, sino también suicida.

Hacer de la represión financiera una actividad del mercado

Hasta ahora, hemos hablado de los impactos en la economía real y hemos expuesto los riesgos generados por una enorme burbuja financiera. Y el primer programa de expansión cuantitativa de Estados Unidos demostró exactamente eso.

Primero vayamos a la teoría que respalda la represión financiera. En resumen, lo que busca es que, haciendo que los bonos y los activos financieros de bajo riesgo sean cada vez menos atractivos y con menos rentabilidad, y que el dinero sea menos seductor debido al constante proceso de devaluación y a los tipos de interés bajos, los inversores canalicen el exceso de liquidez y los ahorros a la economía real, consumiendo más e impulsando las inversiones de capital. Por eso se llama represión financiera;[101] es decir, hacer que los activos de menor riesgo, los más sólidos, sean poco atractivos y que el dinero que tenemos en depósitos valga cada vez menos. Así, nos lanzaremos todos como locos a gastar e invertir en activos de mayor riesgo en la economía real, y por supuesto dejaremos de ahorrar. Como decía Paul Krugman: bajar tipos y aumentar liquidez, hasta que «los inversores claudiquen».

Sin embargo, las inversiones de capital en los sectores no financieros se desplomaron a los niveles más bajos en términos reales tras un período de exuberancia demasiado breve. La expansión cuantitativa se puso en marcha en 2009 y, en 2012, el crecimiento de las inversiones de capital se estancó, empezando a caer año tras año hasta 2016.[102] En lugar de canalizar los fondos e incentivar la economía real, la política expansionista ha inflado las expectativas de los mercados financieros y ha generado un exceso en los mercados de valores y obligaciones.

En un primer momento, la idea tenía cierto sentido, pues se trataba de estimular la demanda en un momento de pánico absoluto en el que los mercados y la liquidez simplemente se habían agotado: era razonable. Pero no entender que esa misma política —bajar los tipos de interés de manera masiva— era la que estaba tras la burbuja que condujo a la crisis y, en última instancia, al mencionado pánico significa que el resto de los factores se pasaron por alto.

El hecho de que la Reserva Federal se tomase los datos económicos al pie de la letra y aceptase un nivel de desempleo que estaba disminuyendo a medida que millones de personas dejaban de formar parte de la población activa demostró lo fácilmente que podía pasarse de frenar el pánico a centrarse demasiado en el comportamiento de los mercados.

Dos hechos concretos provocaron que en todo el mundo surgiesen dudas: por un lado, la política pasó de estabilizar los mercados a apoyar valoraciones excesivas y expansión de múltiplos; por el otro, y al mismo tiempo, las previsiones de crecimiento cuidadosamente analizadas para los años venideros —los tristemente célebres palos de hockey— se pasaron constantemente por alto.

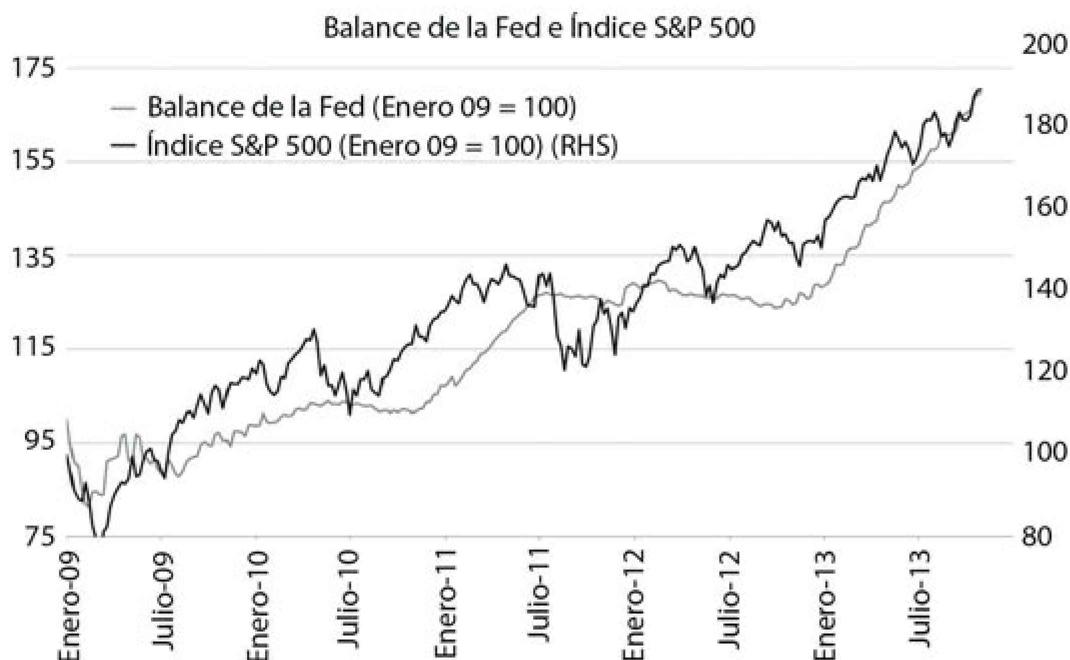


Figura 8. Balance de la Reserva Federal Balance vs S&P500 Index.
(*Fuente*: Bloomberg, Jeroen Blokland.)

Los inversores empezaron a actuar contra los datos macroeconómicos. La táctica habitual consistía en comprar los datos económicos a la baja con la esperanza de que ello forzaría a los bancos centrales a incrementar e intensificar las políticas expansionistas. Los mercados se habían dado cuenta de que la política monetaria inflaba los precios de los activos y, por tanto, se alegraban cuando aumentaban las solicitudes de empleo, cuando las previsiones de crecimiento se revisaban a la baja y cuando las empresas publicaban resultados mediocres. Comprar las malas noticias se convirtió en la norma.

Los inversores no llevaron a cabo una gran rotación de bonos en acciones y de acciones en inversiones de capital, simplemente acumularon cada vez más riesgo en activos líquidos a corto plazo.

El gasto de capital, la inversión productiva real, como hemos mencionado anteriormente, solamente aumentó durante un breve período impulsado por el petróleo, el gas y la minería, ya que las materias primas —denominadas en dólares estadounidenses— aumentaron de precio con la devaluación de la

moneda de Estados Unidos.

El índice CRB de materias primas aumentó casi un ciento por ciento, pero ni la valoración de la oferta y la demanda ni el crecimiento económico mundial respaldaron ese repunte por encima de los máximos históricos de 2008. Esto creó una ilusión de riqueza en los productores de materias primas que hizo que muchos mercados emergentes se adaptaran a un incremento extraordinario de los ingresos en dólares que se usaron para financiar proyectos a largo plazo en moneda local, lo cual sentó las bases para lo que se convertiría en la siguiente crisis de los mercados emergentes. Estudiaremos en detalle lo que significa la «parada repentina» en el capítulo siguiente.

El hecho de que los mercados esperasen una «bonanza»[103] basada en datos económicos mediocres fue uno de los más claros incentivos perversos del estímulo. Un informe del Bank of America[104] señaló los efectos perversos de la expansión cuantitativa y el estímulo monetario durante el año 2015. Tras más de 600 bajadas de tipos y un aumento de 12 billones de dólares de ampliación de la masa monetaria en el período analizado:

- Por cada puesto de trabajo creado en Estados Unidos durante los años de la QE, las empresas compraron 296.000 dólares en acciones.
- 100 dólares invertidos en el mercado de valores suponían 205 dólares, mientras que los salarios reales se mantenían por debajo de los de 2008.

La política de tipos de interés cero y los programas de adquisición de activos de los bancos centrales han demostrado ser más favorables para los activos de riesgo y los unicornios financieros que para los trabajadores, los ahorradores, las empresas y el mercado laboral. Pero el estímulo monetario se puso en marcha con el fin de mejorar los datos macroeconómicos y el sentimiento del mercado, por tanto, las valoraciones de los activos se dispararon con la esperanza de que se produjese una recuperación.

Una vez que la situación económica demostró ser menos benigna, los mercados adquirieron más activos líquidos a corto plazo esperando una nueva flexibilización, un nuevo estímulo, lo que también provocó un nivel de

valoración en esos activos financieros que se perpetuó a sí mismo debido a la esperanza de más estímulos. Así las cosas, la Reserva Federal y otros bancos centrales quedaron atrapados en su propia política porque no pudieron retirar el estímulo por miedo a que el mercado se desplomase a causa de las elevadas valoraciones creadas por esa propia política. Así que la política de expansión se mantiene para evitar una crisis financiera provocada por las valoraciones injustificadas de activos financieros consecuencia de esa misma política.[105]

La trampa del bombero pirómano

Como ya hemos comentado anteriormente, mientras todo eso ocurría, las actas de la Reserva Federal y otros bancos centrales no sólo negaron tales valoraciones agresivas, sino que, por el contrario, indicaron que la política se prolongaría debido a los riesgos en los mercados.

La trampa de la liquidez se convierte en una trampa del mercado. Si los mercados suben excesivamente, la situación no puede frenarse por miedo a una recesión financiera, y si los mercados la corrigen, debe aumentarse… por miedo a una recesión financiera.[106]

Una de las señales más claras de este riesgo excesivo alimentado por la política del banco central es la deuda marginal de mercado (*margin debt*). Se trata de la cantidad de deuda asumida por los participantes en el mercado e invertida en acciones y bonos. Alcanzó máximos plurianuales pasando del 1 por ciento del PIB a más del 2,9 por ciento del PIB en Estados Unidos en 2015, un incremento de casi el triple, y del doble de la media histórica. Alcanzó el nivel máximo del 2,6 por ciento antes de la crisis financiera y su media desde 1990 se situó en el 1,55 por ciento.

Ahora viene la parte divertida. Un incremento masivo de la deuda marginal de mercado era considerado por muchos comentaristas no como un riesgo, sino una señal alcista. El riesgo es evidente. Demasiada deuda asumida apostando que las acciones van a subir, de manera que, si eso no sucede, la capacidad para pagar dicha deuda se desploma y se produce un

efecto dominó de pagos a los que no se puede hacer frente, lo que crea una crisis financiera si el montante de la deuda impagable es demasiado grande.[107] Si has visto la película *Margin Call* (JC Chandor, 2011), recordarás que trata precisamente de eso: un *margin call* es la cantidad de intereses que debes pagar para mantener una apuesta alcista apalancada con deuda; o, si no, pagar la deuda contraída y asumir la pérdida del activo que pensabas que iba a revalorizarse.

Como he comentado, algunos lo interpretan como una señal positiva. Los inversores tienen más confianza en la economía, los beneficios corporativos y los dividendos y, por consiguiente, asumen más deuda para invertir en esta tendencia. Suena plausible. Sin embargo, es más que dudoso. Veamos por qué. Si la confianza aumenta y los beneficios crecen de acuerdo con las previsiones, al menos el mercado se abarataría, ya que las valoraciones reflejarían esas previsiones como mínimo con un año de antelación. Sin embargo, lo que sucedió fue lo contrario. El PER de Shiller, que mide el precio medio de las acciones en relación con sus ganancias, pasó del 15x al 27x, un indicador significativamente más elevado que la media histórica, situada en 12-13x.[108]

Lo que en verdad estaba sucediendo era algo completamente diferente. Los mercados apostaban por la pérdida de valor del dinero debida a las políticas de devaluación y al incesante intento de aumentar la inflación, lo que generaba una burbuja sin precedentes. Ello conllevaría una enorme expansión de múltiplos en las bolsas, como refugio contra esa inflación, que pasaría a subir, y mucho.

Esa burbuja fue aún más evidente en los bonos. Los bancos centrales compraron billones de dólares en bonos del Estado, lo que hizo que su rentabilidad se desplomase. Cuando la rentabilidad del activo de menor riesgo descendió al nivel más bajo registrado, la rentabilidad de activos de alto riesgo, determinada en comparación con el activo de menor riesgo —el bono de Estados Unidos a diez años y el bono alemán—, también se desplomó. De repente, los inversores compiten por comprar bonos con mucho más riesgo, pero mucha menor rentabilidad.

El flujo de entrada en el mercado de bonos aumentó en casi un billón de

dólares entre 2009 y 2014, lo que refleja un flujo de entrada anual casi un 30 por ciento superior a las cifras históricas.[109] Empresas con un *cash flow* y un balance próximo a la quiebra estaban emitiendo bonos a tipos nunca vistos en tres décadas, que alcanzaron su mínimo histórico en 2013. Esta carrera hacia el fondo de la rentabilidad y la cima del riesgo se denominó «sed de rentabilidad» (*thirst for yield*).

Los fondos de pensiones invierten fundamentalmente en los activos financieros más seguros y estables, los bonos. Esos bonos proporcionan un cupón anual, que representa la mayoría de los beneficios esperados —o prometidos— a sus clientes. Cuando la represión financiera provocada por el banco central hace que los activos seguros rindan aún menos cada año, en algunos casos con tipos negativos, esos fondos de pensiones tienen que buscar algo de rendimiento en otra parte. ¿Qué buscan? Bonos cada vez con mayor riesgo. Pero esa rentabilidad también ha disminuido, de modo que la cartera del insospechado «inversor de bajo riesgo a largo plazo» se va llenando gradualmente de activos cuyo riesgo real es significativamente superior al que buscaba.

Por supuesto, el lector podría decir que las condiciones financieras han mejorado y que esos prestatarios arriesgados están en una posición más favorable, de manera que la rentabilidad baja está garantizada. Pero no es cierto. La capacidad de hacer frente al pago de la deuda cayó entre 2009 y 2013 a niveles no vistos desde la mal llamada crisis financiera, tal como muestran los informes anuales de las tres principales agencias de calificación.[110]

Esta sed de rentabilidad trajo consigo extraordinarias entradas de capital en bonos, pero, al mismo tiempo, comportó una reducción de los gastos de capital y de las inversiones en la economía real. El objetivo de las políticas de represión financiera —tratar de apartar a los inversores del efectivo y de activos financieros líquidos y llevarlos a inversiones productivas— estaba provocando justamente el efecto contrario: una reducción del crecimiento del gasto de capital anual y el desplome de la velocidad de circulación del dinero, con un enorme aumento de la inversión en bonos.

Los costes más bajos ayudan a reducir la deuda, ¿o no?

Puede que el lector diga, y con razón, que la reducción de los tipos de interés y de la rentabilidad, así como el aumento de la liquidez, tienen efectos positivos. Las deudas son más fáciles de pagar, las empresas y los gobiernos se financian más fácilmente y, por tanto, se impulsa el crecimiento.

Sí, la deuda es más fácil de pagar, pero la deuda global ha aumentado al máximo histórico en tiempos de paz, tanto en términos reales absolutos como relativos respecto al PIB. El incentivo para pedir más dinero a crédito y utilizarlo para gasto improductivo es evidente en el descenso de la productividad, la reducción de la rentabilidad del capital empleado y los bajos niveles de crecimiento.

Es decir, los tipos bajos no se convierten en un incentivo para que los Estados reduzcan su deuda, sino para que la aumenten. Escucharás cada día que los partidos políticos exigen «relajar el déficit», que es aumentar la deuda. La política de la cigarra: aumentar los desequilibrios porque los tipos son bajos en vez de mejorar la posición de deuda con el fin de estar mejor preparados para cuando llegue la subida de tipos, que llegará. En Estados Unidos, por ejemplo, un enorme aumento de la deuda de casi 10 billones de dólares entre 2009 y 2016 para generar 3,5 billones de PIB. En otros lugares, la ratio de endeudamiento correspondiente al crecimiento adicional del PIB asciende a 18 a 1.[111]

Los prestatarios se adaptan rápidamente a la baja rentabilidad e, incluso con tipos de interés por los suelos, el coste de un shock aumenta a medida que la deuda se dispara. Es sencillo de entender, si estás endeudado y aprovechas los tipos bajos para endeudarte más, porque es barato, tu capacidad de responder a un cambio de ciclo económico o de adaptarte a un momento difícil no mejora, sino que empeora. Un caso muy revelador es el que puede apreciarse en la eurozona, en la que países como España, Italia o Portugal, a pesar de emitir con los tipos más bajos de la historia, sufrirían un

enorme shock de deuda con tan sólo un aumento del 1 por ciento del coste de ésta.[112]

Leyendo los informes de los estrategas de los bancos durante el período de expansión cuantitativa, queda patente esa mentalidad: un mensaje que estaba constantemente presente en las recomendaciones a los inversores era que continuasen comprando acciones expuestas a las «políticas acomodaticias». En 2016, casi dos generaciones de operadores y participantes en el mercado no habían vivido nada más que políticas expansionistas, lo que condujo a una incapacidad generalizada de discernir las adecuadas oportunidades de valoración y de entender los ciclos de riesgo y beneficio.

El consenso general y el timo del «palo de hockey»

Esta incapacidad se hace especialmente evidente si nos fijamos en los cálculos de los beneficios corporativos y las previsiones macroeconómicas, esenciales para determinar si el mercado de valores es barato o si la economía está mejorando. No obstante, año tras año, especialmente durante los últimos ocho, hemos sido testigos de una tendencia interesante, esto es, una masiva revisión a la baja de las expectativas de beneficios corporativos, que han promediado anualmente casi un 15 por ciento.[113]

La mayor parte de los analistas cae constantemente en el mismo error que cometen los grandes organismos internacionales, cuyo porcentaje de acierto medio en sus previsiones a corto y medio plazo es inferior al 26 por ciento, tal como hemos mencionado anteriormente. Nos encontramos ante el error de la «doble trampa»: optimismo a largo plazo y negación de las tendencias a corto. Por ejemplo, si tomamos las previsiones de beneficio por acción de Bloomberg del Eurostoxx 50 de enero de 2016 para ese mismo año, éstas fueron de +1,5 por ciento, y +12,4 por ciento para 2017. Si, a continuación, nos fijamos en las mismas previsiones del mismo índice del 16 de diciembre de 2016, ¿con qué nos encontramos? Unos beneficios de -2,3 por ciento para

2016 y de +11,1 por ciento para 2017. Esa tendencia es muy parecida a la de los beneficios del S&P, que en el ejercicio fiscal de 2016 van de +2,7 por ciento en enero a +0,1 por ciento en diciembre, y en el ejercicio fiscal de 2017 del +14 por ciento al +12,3 por ciento.[114] Hay que hacer hincapié en el impacto de las previsiones en once meses: de beneficios saneados a pérdidas o ausencia de crecimiento, pero hay que advertir, a su vez, la disminución gradual pero inexorable de las previsiones para el año siguiente.

¿Por qué sucede esto? El «palo de hockey» de las previsiones futuras es la mejor excusa para justificar las meteduras de pata.

Fallar más que una escopeta de feria

Fijémonos en los ejemplos de las previsiones macroeconómicas de la Reserva Federal,[115] del BCE[116] y del FMI. La Reserva Federal ha ido reduciendo a la mitad las previsiones a un año vista desde 2009. ¿Qué sucede con las previsiones de inflación? Pues lo mismo. En el caso de los grandes organismos internacionales, estamos hablando de errores superiores al 50-70 por ciento en las previsiones a un año y de un optimismo exagerado en los casos de recesión.[117]

Pasemos por alto por un momento el desastroso historial de predicciones y centrémonos en la forma de hacer esas estimaciones. Casi siempre es la de un palo de hockey: una estimación «moderada» a corto que se dispara a medio y largo plazo.

Ahora, expliquemos el incentivo perverso que se da con esta manera de hacer estimaciones. Supongamos que, como en el caso de las previsiones, los economistas han fallado en los cálculos del año en curso. ¿Cuál es la respuesta que nos darán ante esta situación?: «Vale, pero mira, el año que viene todo mejorará». Y, a su vez, el siguiente palo de hockey se desplaza a una nueva base más baja. No obstante, esa figura, ese palo de hockey de las fantasiosas previsiones de futuro, permanece. No te preocupes, «el año que viene» siempre estará ahí.

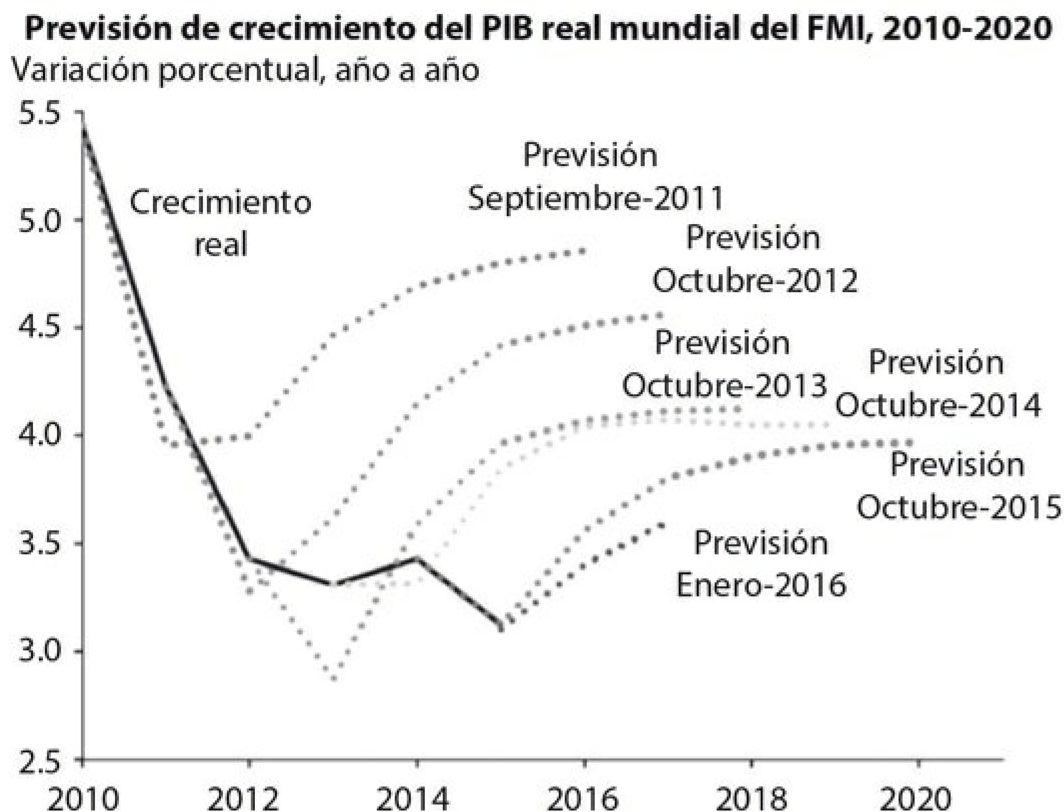


Figura 9. Crecimiento del PIB real mundial del FMI a lo largo del tiempo. (*Fuente*: FMI, *Washington Post.*)

Hay varias razones para este incentivo perverso. En primer lugar, la opinión general tiende a sobrevalorar el impacto positivo de la política monetaria sobre otros factores de riesgo, algo muy evidente en el tema de los beneficios corporativos y todavía más en las previsiones del capex (inversión productiva). Como hemos señalado anteriormente, las previsiones del capex han sido especialmente erróneas, pues, desde 2012, la opinión general predijo un aumento de las inversiones netas reales y éstas cayeron extraordinariamente en el período comprendido entre 2013 y 2016.

Las agencias de análisis a menudo introducen grandes impactos en las previsiones del PIB, como el consumo, el desempleo, las inversiones o la inflación debidos a cambios en la política monetaria, sin abordar tendencias mucho más relevantes como la sobrecapacidad, el envejecimiento, la tecnología o factores como el coste real del capital. Los resultados conducen

invariablemente a revisiones a la baja, si bien de manera gradual —poco a poco, mes a mes— con el fin de que el asunto no parezca tan malo.

Negar los ciclos económicos es otro error. Los ciclos se hacen más cortos y más abruptos a medida que la deuda aumenta y la velocidad del dinero se reduce. Utilizando cálculos en los que el punto de partida simplemente se rebaja y luego se incrementa anualmente, como si no hubiera factores cíclicos que anulan dichas correlaciones, es un error más que habitual.

Además, la tendencia a lo que se denomina sesgo de confirmación es muy evidente en esos errores en las previsiones. La opinión dominante (*mainstream*) considera que los errores a corto plazo son sólo anomalías, ruido de fondo que no cambia las predicciones a medio plazo, simplemente porque la mayoría de los colegas respaldan la premisa de la que se parte y ésta tiene que reafirmarse. Como lo dice «el consenso», se convierte en verdad. Luego, se revisa a la baja y nadie tiene la culpa.

Por supuesto, para justificar esas desviaciones en las previsiones a corto plazo, el consenso utilizará frases como «dificultades imprevistas», «los fundamentales no han cambiado» y «a largo plazo la situación mejorará». Asimismo, para defender el «palo de hockey eterno», habrá estudios aparentemente sólidos de regresiones, interminables hojas de cálculo de Excel y complicados algoritmos en los que todo parece muy científico hasta que nos damos cuenta de que la mayoría de las «entradas» o celdas clave son subjetivas.

El error general en las previsiones a medio plazo procede principalmente de alterar el resultado para justificar la conclusión, si bien es cierto que de manera involuntaria, debido a prejuicios particulares, a la presión de los colegas y a las preferencias ideológicas. Existen muchos estudios que advierten de la «contaminación» de las previsiones optimistas,[118] según los cuales muchas de esas predicciones simplemente tratan de justificar una política o una estrategia existentes,[119] o, en el caso de los beneficios corporativos, justifican valoraciones que a duras penas están respaldadas por factores fundamentales. Cualquier analista del mundo sabe que, por término medio, el 80 por ciento de la valoración de una acción se explica por los años que superan el «período de previsión» (normalmente cuatro o, como máximo,

cinco).

Paul Romer, economista jefe del Banco Mundial, ha criticado también los incentivos perversos en macroeconomía. «Durante más de tres décadas, la economía ha ido hacia atrás», afirma. Romer sostiene que la mayoría de los economistas se alejan de la ciencia, más interesados en preservar su reputación que en confrontar sus teorías con la realidad, «más comprometidos con sus amigos que con los hechos», y que ofrecen una parodia perversa de un argumento macroeconómico moderno: «Supongamos A, supongamos B… bla, bla, bla… y así queda demostrado que P es cierto».[120]

¿Significa eso que el análisis sea inútil? En absoluto. El análisis tiene un enorme valor en lo que se refiere al estudio detallado de factores que afectan a las empresas, los gobiernos y las familias, pero las predicciones, especialmente a más de tres años vista, no deberían tomarse con precaución, sino con la certeza de que están contaminadas por el optimismo.[121] Dejarse guiar por predicciones a largo plazo, realizadas por economistas que niegan los ciclos y son claramente incapaces de predecir el futuro más inmediato es, en el mejor de los casos, peligroso.

Con todo, realizar previsiones es esencial para el análisis económico, pues nos ayuda a darnos cuenta de dónde estamos equivocados y actuar en consecuencia, en definitiva, a reconocer los impactos —positivos o negativos — que se nos han escapado para futuros análisis. Cometer errores es esencial para mejorar. El problema es confundir las estimaciones con predicciones mágicas infalibles y, aún peor, cubrir esas estimaciones de «palo de hockey» con una capa «científica» falsa, cuando únicamente sirven como excusa para perpetuar políticas y recomendaciones erróneas.

El espejismo empieza a desvanecerse

En 2009 y 2010, los precios de los activos de los mercados emergentes empezaron a inflarse enormemente debido al efecto del «carry trade global», en el cual los inversores pedían dinero prestado en países tendentes a la deflación o con baja inflación donde los tipos de interés eran demasiado bajos

—como Estados Unidos y Japón— y la liquidez estaba subiendo, y empleaban ese exceso de liquidez en inversiones con mayor rentabilidad en economías sin tendencia a la deflación. A finales de 2010, las entradas de capital en mercados emergentes habían ascendido hasta 825.000 millones de dólares —nivel que superaba el máximo anterior en 2006-2007, mientras que las entradas de capital en las economías asiáticas superaron su máximo anterior en un 60 por ciento.[122]

Incluso Dilma Rousseff, expresidenta de Brasil, condenó la gran masa de capital especulativo que buscaba beneficios en los mercados emergentes, calificándola de «tsunami monetario»[123] debido a su impacto sobre la inflación, que sobrecalentaba la economía y provocaba burbujas de activos en las economías de los mercados emergentes. Sin embargo, ella misma cayó en la trampa de la liquidez que llevó al país a una extraordinaria sobrecapacidad[124] y a inversiones en grandes proyectos de infraestructuras sin rentabilidad, los «elefantes blancos». Rousseff criticaba la gran trampa mientras se lanzaba a ella sin paracaídas.

Las burbujas inmobiliarias no son una casualidad

> Vamos a montar una buena.
>
> RICK NIELSEN

Ya hemos hablado de la crisis *subprime*, y sobre de qué forma entidades públicas como Freddie Mac y Fannie Mae crearon una de las mayores burbujas originando préstamos «para el pueblo» «sin criterios economicistas», es decir, impagables. Por supuesto, los bancos que empaquetaron esos préstamos como productos financieros contribuyeron a esa burbuja. La demanda era tal que no había suficiente, todo el mundo quería más, se necesitaban muchos más préstamos. ¿Por qué? ¿Acaso se volvió todo el mundo loco?

La burbuja inmobiliaria tiene evidentes causas monetarias y, por ello, es un fenómeno global con implicaciones locales. Global porque el elemento que inicia el fuego es la expansión desproporcionada de crédito gracias a las bajadas de tipos constantes y a la «impresión de moneda», pero local porque el impacto es específico de cada país cuando estalla… Más paro, impagos, más impuestos para cubrir los ingresos extraordinarios «perdidos», etc.

A ti, que —como yo— llevas años escuchando que «los pisos nunca bajan», te sorprenderá saber que los precios inmobiliarios se mantuvieron en línea con la inflación entre 1973 y 2001, los precios de los activos inmobiliarios subían en línea con la inflación, pero, antes de la ruptura del patrón oro, el inmobiliario simplemente no subía casi nada.

Entre 1900 y 1973, los precios de las casas en Estados Unidos se estancaron.[125] Y una vez se rompió el patrón oro, y los sucesivos gobiernos que ocuparon la Casa Blanca empezaron a imprimir moneda en un intento de solucionar de sus problemas, el efecto en los activos inmobiliarios cayó como un jarro de agua fría: el índice de precios inmobiliarios se disparó desde mediados de los años setenta, pero tomó velocidades de vértigo a partir de 2000, cuando la represión financiera y las bajadas de tipos se multiplicaron. Entre 2001 y 2008, el índice inmobiliario de Estados Unidos subió lo mismo que entre 1900 y 2000.

Utilizando el índice inmobiliario, con base 100 en el año 2000, y por lo tanto comparable, una casa que costaba 100.000 dólares en el año 2000 no valía más de 10.000 en 1950, y costaba más de 125.000 en 2012. Si tenemos en cuenta el índice global,[126] no nos sorprenderá un análisis similar: un desproporcionado aumento de los precios de las casas entre 2001 y 2008, comparado con una evolución más que moderada entre 1900 y mediados de la década de 1970, y un comienzo de subidas extremas desde que se instaura la era de la represión financiera al desligar las monedas del patrón oro y globalizar la «inflación por decreto».

Por supuesto que hay otros factores que hay que tener en cuenta: el crecimiento de la población, el acceso a deuda generalizado —que no deja de ser una causa monetaria de la creación de dinero sin respaldo— y la urbanización, pero todos estos factores no monetarios se habían dado antes y,

en algunos casos, como la industrialización y la urbanización, de manera más abrupta.

¿Por qué se convierten las casas en un almacenamiento de valor?, ¿en un ahorro especulativo? Precisamente por el efecto inexorable de la inflación exógena, la inflación creada por los bancos centrales al destruir el poder adquisitivo de la moneda y el precio del dinero. En realidad, el «ladrillo» se convierte en una reserva de valor a pesar de que, desde el punto de vista empírico, no tiene lógica. Al fin y al cabo, una vivienda es un activo que se deprecia, pierde valor con los años y tiene un coste de mantenimiento y funcionamiento. Si eso es así, que lo es, ¿qué hace que se dispare el valor de un activo que se deprecia por el uso y el paso del tiempo? El aumento desproporcionado y superior a la pérdida por depreciación del precio del suelo.

Puedes decir que eso es normal, porque cada vez hay menos suelo disponible. Mira al cielo. Y mira a tu alrededor. No sólo podemos aumentar la productividad del suelo inmobiliario construyendo pisos unos sobre otros, sino que la tecnología y el transporte permiten desarrollar ciudades y entornos construidos más allá de una frontera inicial. Incluso si aceptamos el argumento de la supuesta falta de suelo, y del crecimiento de la población, el aumento de precio es injustificado, y menos en tan poco tiempo, cuando se añade otra variable: el efecto fiscal. Un activo cautivo como es el inmobiliario siempre está sujeto, además de a la depreciación, a la fiscalidad local, nacional, medioambiental…

Y, sin embargo, con efectos que justificarían una moderación de las valoraciones inmobiliarias, otros dos efectos los anulan y crean una burbuja: el acceso generalizado y cada vez con menor colateral —menos «entrada» o capital inicial— a deuda, y el efecto destructor de la fuente principal de ahorro, los depósitos, la devaluación, la inflación y la bajada de tipos. Es un efecto llamada en toda regla hacia cualquier reserva de valor, ya sea el oro, las casas o cualquier otro. Excepto que el primero, el oro, tiene una oferta limitada, y el segundo, las casas, casi ilimitada o, al menos, superior a la demanda, respaldada por capital, anualmente.

Las burbujas inmobiliarias siempre son desequilibrios monetarios. Y los

primeros beneficiados son los gobiernos, que generan unos ingresos fiscales completamente imposibles de conseguir de otra manera, y tan rápidamente. No existe ningún sector que genere mayor y más rápido aumento de los ingresos fiscales que el de la construcción, ni siquiera el petrolero. Pero tiene un problema, el efecto embudo que deja la burbuja inmobiliaria es mucho mayor. No se trata de demonizar la construcción o la inversión prudente en activos inmobiliarios, sino de mostrar los efectos del exceso.

Por un lado, un desempleo crónico por el efecto llamada que supone para la fuerza laboral unirse a la burbuja (salarios sorprendentemente altos durante el boom para trabajos de bajísima productividad y baja cualificación). El efecto llamada atrae a miles de trabajadores a empleos de baja cualificación con salarios inflados por la burbuja, y al estallar se convierte en paro estructural y difícil de reorientar.

Por otro lado, unos ingresos fiscales ficticios a los que los Estados se acostumbran como un nuevo paradigma, y aumentan sus gastos basados en dichos ingresos. Cuando estalla la burbuja, que en España suponía 40.000 millones de euros anuales de ingresos ficticios extraordinarios, se convierte en enormes déficits, impagos de facturas a proveedores, mayores impuestos a los ciudadanos y recortes.

Las burbujas inmobiliarias, además cuentan con el beneplácito de una población que participa de dicha burbuja. Los expertos la justifican, los gobiernos la gravan y ganan ingresos impositivos extraordinarios y nunca imaginados, los mercados la financian y perpetúan, y los ciudadanos se convencen unos a otros ejerciendo «presión de grupo»: «si no compras eres tonto», «si no compras ahora, subirá más después», «pues Juan y María han vendido su piso por un 30 por ciento más en dos meses»… La burbuja inmobiliaria une a casi todos en un espejismo, una especie de borrachera colectiva, alrededor de un argumento básico, un principio generalmente aceptado, una premisa esencial: «No hay riesgo».

Las burbujas se producen en los activos aparentemente más seguros

Ninguna gota de lluvia se siente responsable de la inundación.

ANÓNIMO

No le hagas caso a esos que te dicen que las burbujas se generan a causa del capital especulativo en activos de alto riesgo. Siempre se generan en activos que la inmensa mayoría de los expertos consideran «seguros» (casas, bonos, tecnología de alto crecimiento, sectores subvencionados…). El problema de las burbujas es precisamente éste. Tienen lugar en los activos y en los ámbitos que la opinión general —no sólo los expertos— considera de menor riesgo y mucho más seguros —vivienda, energía, infraestructuras, bonos del Estado—, e incluso algunos de los gobiernos y líderes que identifican correctamente el riesgo de una entrada masiva injustificada de capital en un mercado recalentado caen bajo su hechizo cuando pasa el tiempo y no se cumple su predicción del estallido de la burbuja.



Figura 10. Suministro y precio del petróleo mundial frente a QE.
(*Fuente*: Gail Tverberg.)

Ése es el problema de las burbujas, que el que las identifica ve, con frustración, que tardan más en pinchar de lo que estimaba. Y cuando claudica, y piensa que se había equivocado, es cuando se desploma el castillo de naipes. Incluso los más escépticos empiezan a creerse los informes de economistas que hablan de nuevos paradigmas, que repiten que «esta vez es distinto», y son víctimas de la presión de grupo («todo el mundo lo hace», «si no aceptas estas valoraciones, pierdes la oportunidad»)… y entonces sucede. La burbuja estalla cuando no queda casi nadie a quien convencer de que no existía en primer lugar.

En Canadá o Australia, encontramos otros ejemplos de exceso de liquidez en espejismos y burbujas. Las compañías mineras y petroleras habían invertido siempre con una previsión conservadora sobre el precio de las materias primas (*price deck*), considerablemente inferior a los precios de la curva de futuro, por lo que las compañías mineras rara vez asumían deuda debido a los riesgos que entrañaban las cargas financieras en un sector marcadamente cíclico. Los enormes aumentos de precio de las materias primas debidos a la devaluación del dólar de Estados Unidos, la ilusión de crecimiento permanente en China y los mercados emergentes, todo ello unido a la percepción de que la enorme liquidez y los tipos bajos se mantendrían eternamente, provocaron un absoluto cambio de opinión en un sector que, por otra parte, había sido históricamente prudente.

Las inversiones apalancadas en minería y energía aumentaron de forma espectacular. La inversión de capital anual solamente en petróleo y gas se multiplicó por diez en poco más de una década (en términos reales), por lo que se produjo una enorme sobrecapacidad provocada por unas expectativas exageradamente optimistas sobre la demanda, los precios de las materias primas y el coste de la deuda.

Y ése es un factor esencial de las burbujas. Siempre están basadas en algunos datos y factores que son reales, pero que se magnifican y exageran en estimaciones a largo plazo. En el caso de la energía, esos elementos reales del espejismo eran el aumento a corto plazo de la demanda china y los retos de suministro que se daban en la OPEP por cuestiones políticas. Ambos, junto con las teorías de conspiración y análisis distópicos de agoreros, se

desvanecieron con el fin del gas de la risa monetario. Cuando llegó 2013, la morosidad de las empresas más ineficientes hizo necesario aplicar un drástico recorte en los programas de inversiones, así como recortes en los dividendos.

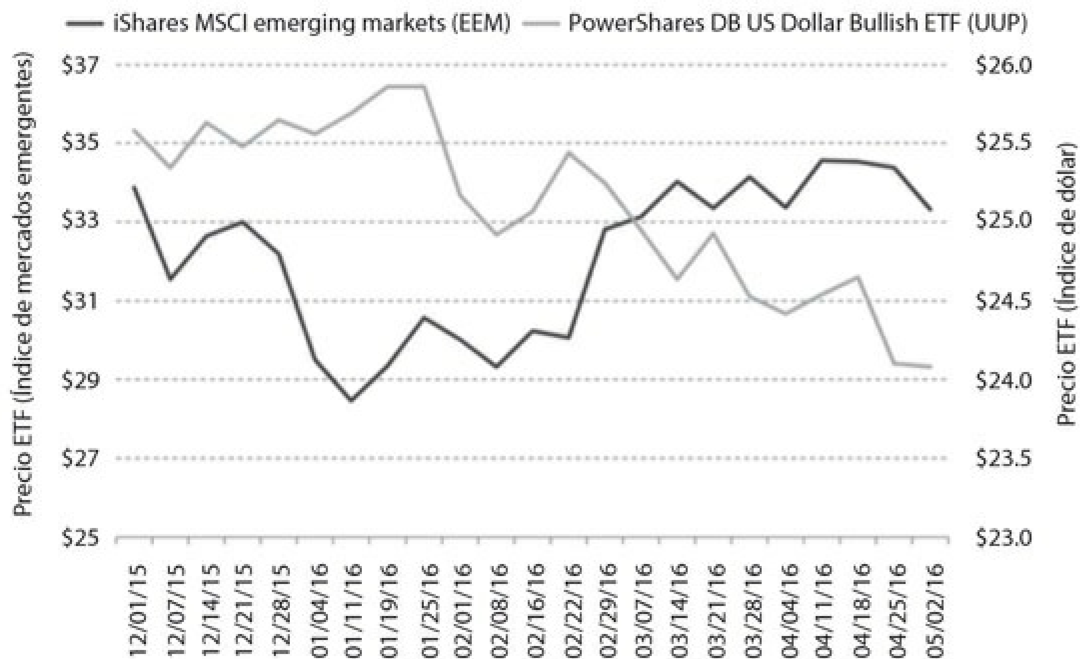


Figura 11. Índice del dólar de Estados Unidos frente al índice del mercado emergente. (*Fuente*: NYSEArca.)

Pero, antes de eso, tres programas de expansión monetaria perpetuaban la gran trampa: el segundo programa de expansión cuantitativa de la Reserva Federal de Estados Unidos (denominado QE2) por un importe de 600.000 millones de dólares que se inició en otoño de 2010 hizo que los precios de las materias primas aumentasen todavía más y trajo consigo una nueva oleada de sobrecalentamiento económico. A comienzos de 2010, Andrew Haldane, del Banco de Inglaterra, advirtió de burbujas de activos en los mercados emergentes debidas a flujos de entrada de capital de economías avanzadas y hasta el FMI alertó a los gobiernos de ello. Joachim Fels, economista de Morgan Stanley, avisó de que las naciones del grupo BRIC[127] se enfrentaban a «un elevado riesgo de burbujas crediticias e impagos» y los bancos empezaron a mostrar signos de una crisis de crédito. Por una vez,

varias voces del consenso empezaban a avisar de riesgos muy evidentes.

Las economías ligadas a las materias primas empezaron a dar señales recesivas, y hubo bajadas en la calificación crediticia. A pesar de la ralentización que se produjo en las economías de los mercados emergentes, sus activos de renta fija continuaban atrayendo enormes flujos de entrada de capital, pero la volatilidad comenzó a mostrar su peor cara, lo que puso bajo presión a muchas de las entidades emisoras a pesar de la creciente liquidez.

Los programas de adquisición de la Reserva Federal eliminaron la rentabilidad de los bonos por debajo de su valoración real y nivel natural de liquidación de mercado, al mismo tiempo que los ciclos de expansión se revelaron como más cortos y abruptos. El fuerte crecimiento de dos-tres años se transformó, debido a la sobrecapacidad y a las deudas por inversiones no productivas, en la recesión del período siguiente. Las tradicionales y conservadoras estrategias «buy and hold» se volvieron más arriesgadas. De hecho, tanto los riesgos de coste de oportunidad como los riesgos reales de incumplimiento se incrementan en circunstancias en las que los precios de los bonos son artificialmente elevados (y la rentabilidad artificialmente baja).

El lector pensará que esos efectos no se han dado porque la bolsa y los activos estadounidenses han seguido avanzando al alza, pero olvida que Estados Unidos no es el síntoma, lo son los mercados emergentes donde se había creado esa inflación. Estados Unidos exportaba inflación a las economías dolarizadas o expuestas a las materias primas, que cotizan en dólares, y cuando eso ocurre, los tenedores de bonos obtienen menor rentabilidad por sus inversiones y se ven expuestos a la inflación, con lo que pierden beneficios, cuando les habría ido mejor adquirir otros instrumentos más conservadores.

El riesgo percibido era tan fuerte que, durante las deliberaciones acerca de la expansión cuantitativa en la Unión Europea, los economistas del World Pensions Council[128] advirtieron de que los tipos de interés de los bonos del Estado artificialmente bajos podían poner en peligro a los fondos de pensiones: sostenían que los reducidos beneficios de la expansión cuantitativa podían forzar tasas reales de ahorro negativas de los pensionistas. Y en 2016 sucedió: más de 11 billones de dólares en bonos de rentabilidad negativa en

todo el mundo.



Figura 12. Recompras y dividendos en relación con las ganancias. (*Fuente*: Marketwatch.)

Así pues, la expansión cuantitativa también puede perjudicar a la liquidez de los mercados a pesar de tratarse de una enorme inyección de… liquidez. Puede que su objetivo sea aumentar la liquidez en los mercados globales, pero acaba produciendo el efecto contrario: los inversores se vuelven más prudentes y colocan más activos en bonos de menor riesgo y en efectivo. Y los aumentos de capital, las transacciones de fusiones y adquisiciones y las inversiones de capital de las empresas disminuyen.[129] Pues las compañías destinaron más fondos a dividendos y recompras, no a lo que los economistas de consenso les «exigían»: crecer y gastar,[130] ya que no había una auténtica confianza en la economía.

Tal como explica Borio:

> […] alcanzar al mismo tiempo la estabilidad monetaria y financiera ha demostrado ser difícil en distintos regímenes. Para acercarse a ese objetivo es necesario incorporar

> sistemáticamente los altibajos perturbadores de larga duración —es decir, los ciclos financieros— en los marcos normativos. Por lo que respecta a la política monetaria, eso significa situarse más deliberadamente contra las fases de expansión y de manera menos agresiva y persistente durante las fases de contracción. Lo que está en juego en última instancia es la credibilidad de los bancos centrales, su capacidad de mantener la confianza y la legitimidad.[131]

Y los bancos centrales están perdiendo credibilidad a marchas forzadas.

A pesar de lo que nos quieren hacer ver los planificadores del gas de la risa monetario, un espejismo de crecimiento y oportunidades para que asumamos riesgos e invirtamos más, los consejeros delegados y los equipos de dirección veían cada día las debilidades de la demanda y el nivel de sobrecapacidad en sus respectivos mercados. Las empresas percibían una realidad distinta de la que los bancos centrales y los gobiernos les querían hacer ver y las familias no consideraban los tipos bajos y la represión financiera como impulsores del gasto y del crédito. La realidad que se mostraba ante ellos era testarudamente diferente a la que mostraban los medios de comunicación generalistas y los analistas de la corriente dominante (*mainstream*).

¿Cómo iba nadie a esperar otra cosa cuando la experiencia de Japón mostraba que la economía se había estancado y sus agentes se habían vuelto más conservadores después de dos décadas de tipos de interés cero y seis programas de estímulo consecutivos? Porque, como siempre sucede, muchos repetían las tres frases preferidas del consenso: «Podría haber sido peor», «No fue suficiente», «Esta vez es diferente».

Capítulo 4

Parada repentina en los mercados emergentes

> El gobierno es uno de los cinco grandes males junto con el fuego, las inundaciones, los ladrones y los enemigos.
>
> JEFFREY FRIEDLAND *(All Roads Lead to Asia)*

Los mercados emergentes no emergen. Siempre se lo digo a mis alumnos: los mercados emergentes de hoy son los mismos de la lista de países que estudié cuando iba al colegio.

Hay muchas razones para esta primera fase,[132] pero las resumiré en un factor impulsor principal, aunque muy complejo: utilizar ingresos en divisas a corto plazo para financiar inversiones locales en moneda nacional a largo plazo.

El carácter cíclico de los ingresos por materias primas y la dependencia del crecimiento de las exportaciones generan períodos de euforia en los cuales los políticos y los legisladores ignoran los riesgos del ciclo, por lo que se entra en largos períodos de excesiva inversión con rentabilidad discutible solamente para hacer frente a una brusca pérdida de los ingresos de divisas cuando se produce un cambio de ciclo. Esto hace que los ciclos de auge y contracción sean más graves, y la capacidad de recuperación de las recesiones

más lenta y más complicada. A medida que las crisis financieras se vuelven más frecuentes, tal como hemos visto con anterioridad, la posibilidad de la economía emergente de salir de la recesión es más difícil y tarda más, y el impacto sobre sus principales mercados-clientes reduce la capacidad de recuperación[133] cuando se reanuda el crecimiento.

La «parada repentina» (*sudden stop*) tiene lugar en el momento en el que los mercados emergentes se acostumbran a un extraordinario y artificial incremento de los flujos de entrada de capital y de divisas. Utilizando ese capital inesperado, las reservas de divisas aumentan drásticamente y se realizan grandes inversiones financiadas con deuda a largo plazo emitida en un mercado ávido de rentabilidad y crecimiento. Entonces, de repente, cuando cesa el efecto placebo de la expansión cuantitativa, se produce una brusca fuga de capital de las economías emergentes.

Como, además, tienden a cubrir sus desequilibrios con devaluaciones, el capital doméstico se «escapa», esto es, compra dólares. El riesgo de los mercados emergentes no es sólo que el crecimiento sea menor de lo esperado, sino la brusca interrupción del flujo de las inversiones de capital.

Pues bien, una de las consecuencias del estímulo monetario de los últimos años fue una inflación extrema de los activos de riesgo. Estados Unidos exportó inflación a economías semidolarizadas y mercados emergentes, y algunas de las inversiones favoritas a lo largo de la época de expansión monetaria fueron los bonos de mercados emergentes. De repente, ante la perspectiva de que la Reserva Federal redujese sus estímulos, se produjo una oleada de retiradas de capital sin precedentes.

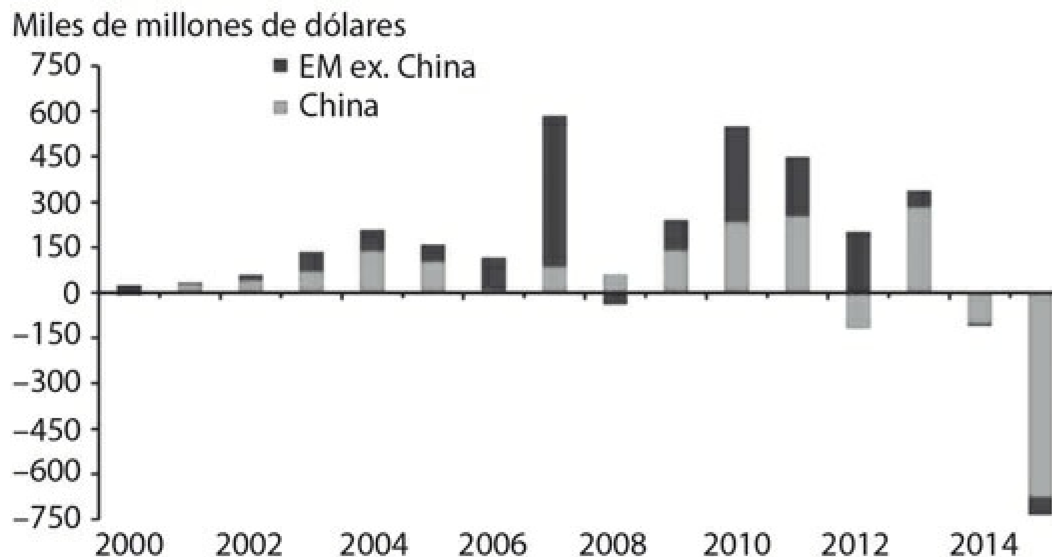


Figura 13. Brusco descenso del flujo de entrada de capital en los mercados emergentes en 2013.
(*Fuente*: FMI.)

El acceso a crédito barato y dinero fácil creó un exceso de liquidez en las economías emergentes, de alrededor de 10.000 millones de dólares al mes,[134] un exceso que se convirtió en la norma. Una inflación en activos de riesgo cercana al 150 por ciento.[135] Con todo, y desgraciadamente, los períodos de exceso de liquidez no se emplearon para reducir los desequilibrios y fortalecer las economías, sino que se asumieron como un nuevo paradigma de normalidad. Hasta que la marea cambió: las reservas de los bancos centrales de los mercados emergentes cayeron un 10 por ciento, pero las necesidades de financiación aumentaron un 7 por ciento y se ampliaron los déficits en cuenta corriente.[136]

El exceso de inflación y el desplome de las monedas locales hicieron que los déficits en cuentas corrientes aumentaran de forma espectacular en los países latinoamericanos, y la inflación ascendió al mayor nivel en cinco años en muchos mercados en vías de desarrollo. La parada repentina.

El impacto en el crecimiento económico y la estabilidad de los países emergentes pueden ser muy relevantes. La combinación de inflación elevada, déficits en cuenta corriente y pérdidas de las reservas de dólares de los

bancos centrales no ha sido nunca una ecuación ganadora. Y las tres variables se deterioran muy rápidamente.[137] Indonesia, en 2015, perdió el 13 por ciento de sus reservas extranjeras en tres meses; Turquía, Ucrania e India mostraron cifras parecidas. Esto es importante porque, para muchos países, es esencial disponer de suficientes reservas de dólares antes de que lleguen tiempos complicados y dificultades financieras. Y muchos de esos países y sus empresas tienen deudas en dólares y si disponen de menos moneda estadounidense entran rápidamente en una crisis de deuda.

Sin embargo, cuando se produce la parada repentina, si los bancos centrales locales deciden —de manera correcta— preservar sus reservas de divisas, la devaluación golpea a los hogares y a las familias, y la inflación sube. La acumulación de desequilibrios provocada por haberse acostumbrado a las inyecciones artificiales de liquidez acaba siempre con una recesión y una inflación elevada.

Brasil, China, India, Rusia y Turquía, entre otros países, han vendido más de 2 billones de dólares en bonos, en su mayoría a compañías de fondos de inversión, desde 2009.[138] A medida que ese dinero entraba en esos países, financiando rascacielos, presas enormes y prospecciones petrolíferas, las economías y las monedas se reforzaban. Pero, entonces, sucedió lo contrario: tras una ralentización de la economía china, con ese dinero en busca de seguridad, las monedas locales se desplomaron.

El equipo de economistas del BIS advirtió[139] de las consecuencias en caso de que los inversores en bonos, presa del pánico, decidiesen vender sus posiciones al mismo tiempo. Por un lado, los fondos de bonos se habían vuelto tan grandes y poseían tantos valores coincidentes que una venta de bonos fruto del pánico podía propagarse rápidamente y el descenso de precio sería más grave porque desaparecería la liquidez y los bonos serían más difíciles de vender.

Entre 2016 y 2018 se han acumulado vencimientos de deuda de alrededor de 340.000 millones de dólares anuales. Los pagos totales adeudados cada año durante ese período son equivalentes a las ventas netas de bonos por compañías no financieras en naciones en vías de desarrollo en 2015. El peligro es que, una vez el crédito esté menos disponible, los costes de los

préstamos subirán y harán que a las empresas les resulte más difícil refinanciar su deuda, según el Banco de Pagos Internacionales.

La inestabilidad económica de muchos de esos países no fue un tema de debate en las reuniones de la Reserva Federal durante las QE1, 2 y 3, hasta que el mundo se preocupó por el desplome de la rupia india en 2013. Muchos vieron los riesgos de ser pequeño, pero con una inflación galopante y un déficit en cuenta corriente en aumento, los riesgos empezaron a aparecer en muchos otros países.

Una «parada repentina» siempre tiene efectos globales. Tuvo un impacto relevante en los bancos europeos, fuertemente expuestos a América Latina, y en las empresas multinacionales, así como consecuencias directas muy importantes en los bancos británicos y estadounidenses, debido a su dependencia de Asia y África. Pero, por encima de todo, plantea desafíos a los países en vías de desarrollo con necesidades de refinanciación cada vez mayores si no pueden acceder a los mercados de capital después de los años de bonanza del «dinero fácil» de la Fed.

«Una depreciación significativa de la moneda emergente debería hacer dudar a los inversores. La depreciación es una forma secundaria de "impago".»[140] ¿Puede evitarse una parada repentina? Sí: evitando la subida anterior sin precedentes, es decir, en lugar de caer en la trampa de la liquidez, utilizar la moneda extranjera como una herramienta para impulsar la inversión productiva real. Pero ¿qué gobierno va a apoyar eso? Si los países del G20, con un largo historial de transparencia y buena gestión, no logran centrar los gastos de capital en proyectos productivos con una auténtica rentabilidad económica[141] y recurren a elefantes blancos y a deuda no productiva, ¿cómo íbamos a esperar algo diferente de cualquier otro gobierno?

¿Qué sucede cuando cambia la marea? El dólar estadounidense se convierte en el nuevo oro

Esa llamada de atención generada por los mercados emergentes pudo verse por parte de muchos operadores como un susto, una anomalía, ya que los mercados siguieron ignorando los riesgos y cayendo en la gran trampa.

El Banco de Pagos Internacionales (Bank of International Settlement) ya lo alertaba en 2015, y lo repitió en 2017. La deuda agregada es hoy (junio de 2017) 40 puntos porcentuales del PIB más alta que hace una década: «Los aumentos son increíbles: China +191, Canadá +70, Francia +67, Japón +52, Corea del Sur +49 puntos porcentuales del PIB».[142]

Lo que ha significado la llamada de atención al final de la flexibilidad cuantitativa primero, y luego, en 2016, la subida de los tipos de interés para las clases de activos no debería pasarse por alto como señal de advertencia para el futuro. Porque luego les echarán la culpa a «los mercados». Ante todo, estos cambios tienen grandes consecuencias en el coste de la deuda. Nadie puede decir que no estuviera avisado, pero muchos gobiernos e inversores prefirieron pensar que la Reserva Federal continuaría jugando al juego del gas de la risa monetario para perpetuar los desequilibrios acumulados durante dieciséis años. Recordemos que toda una generación de participantes en el mercado sólo había visto en ello estrategias de «comprar cuando los precios han caído» encaminadas a seguir la política de «las noticias malas son algo bueno» subidos a la ola del banco central.

Esta locura provocada por los bancos centrales trajo consigo una acumulación de más de 11 billones de dólares en bonos de rentabilidad negativa, como hemos comentado, con el riesgo que eso conlleva: de repente, una pequeña subida en las previsiones de inflación podía crear pérdidas potenciales superiores a un billón de dólares.[143] El efecto «aspirador» en Estados Unidos hace que el sólido dólar y una pequeña subida de los tipos de interés absorban gran parte de la liquidez de todo el mundo. El capital sale de los mercados de materias primas y emergentes y vuelve al refugio estadounidense.

En China, en 2016, varias compañías se vieron obligadas a cancelar importantes emisiones de bonos debido a la volatilidad cuando los inversores exigían tipos mucho más altos, por lo que el gigante asiático perdió el 20 por ciento de sus reservas de divisas ese mismo año. Es normal; si la rentabilidad

exigida al bono de Estados Unidos a diez años sube a 2,5-2,6 por ciento, nadie en su sano juicio aceptaría el riesgo en países y zonas de alta volatilidad cuyo diferencial con el bono de Estados Unidos no compensa dicho riesgo. La fortaleza del dólar estadounidense y la ligera subida de los tipos en Estados Unidos llevaron al bono soberano chino a diez años a alcanzar la máxima rentabilidad en dos años en 2016, es decir, a caer en precio. En dos días,[144] los bonos soberanos chinos experimentaron la mayor caída de precio en ocho años por lo que respecta a los bonos a cinco y diez años, lo cual provocó que el organismo regulador chino dejase de negociar futuros debido a algunas salidas de capital.

Esa subida de los tipos y un aumento del riesgo no serían un problema demasiado grande —al fin y al cabo, los tipos al 3,5 por ciento en el bono a diez años siguen siendo muy bajos— si China no se hubiera sumido en una orgía de deuda brutal. En doce meses, «estabilizó» su ralentización con un monstruoso incremento de la masa monetaria (M2) del 11,4 por ciento para un aumento del PIB del 6,2 por ciento con una preocupante burbuja inmobiliaria. En 2016, el crédito total concedido aumentó del 246,8 al 265 por ciento del PIB, siete meses después de que el gobierno chino anunciara medidas para «contener» el exceso de crédito.

Las consecuencias mundiales de este riesgo en China son importantes. Quienes argumentan que todo eso no puede seguir sucediendo, porque China acumula más de 1,2 billones de dólares en bonos de Estados Unidos, se equivocan. Primero, porque China lleva años reduciendo su cartera de bonos de Estados Unidos y, a finales de 2016, presentaba la cifra más baja desde 2013. Segundo, porque —contrariamente a la creencia popular— el principal comprador de bonos de Estados Unidos no es China, sino los propios ciudadanos y los fondos de inversión estadounidenses. Si China quisiera deshacerse de toda su cartera de bonos estadounidenses, el mercado de Estados Unidos la absorbería en poco más de dos semanas.

La deuda total de Estados Unidos es 19,9 billones de dólares a finales de 2016, y China tiene alrededor de 1,1 billones de dólares. Ni siquiera es el «mayor tenedor de deuda estadounidense» extranjero (es Japón, con 1,2 billones de dólares), ni mucho menos una amenaza.

Los datos oficiales a 31 de diciembre de 2016 muestran que los principales tenedores de deuda estadounidense son, por orden:

- Seguridad Social estadounidense: 2,8 billones de dólares.
- Planes de pensiones del sector público: 888.000 millones de dólares.
- Planes de pensiones militares: 670.000 millones de dólares.
- Medicare: 294.000 dólares.
- Otros planes de pensiones: 304.000 dólares.
- Fondos de inversión estadounidenses: 1,4 billones de dólares; y fondos de pensiones privados: 544.000 millones de dólares; bancos de Estados Unidos: 570.000 millones de dólares; aseguradoras: 304.000 millones de dólares.
- Inversores nacionales: en total, más de 13,6 billones de dólares.
- Inversores extranjeros: 6,3 billones de dólares, de los cuales Japón 1,13 billones y China, 1,1 billones.[145]

Es probable que se produzcan tanto un desplome del valor de la moneda china, el yuan, como una pérdida de reservas agresiva antes de 2020, y por ello los ciudadanos chinos se están planteando adoptar tecnología *blockchain*, como el bitcoin, junto con el oro y el resto de las alternativas tradicionales con el fin de evitar el impacto de las grandes devaluaciones sobre la riqueza. Una de las consultas que realizaron los chinos a los poseedores de *blockchain* es cuánta riqueza podrían gestionar en un solo día las nuevas clases de activos como el bitcoin.[146]

El tema de China y Estados Unidos es importante porque conduce a una espiral en la que el antiguo motor de crecimiento mundial se encuentra en una fase evidente de ralentización y se enfrenta al grave problema de perder una parte significativa de los más de 250.000 millones de dólares de superávit anual con Estados Unidos si ambos entran en una guerra comercial.

En 2016, el gigante asiático experimentó una salida de capital de casi un billón de dólares, una fuga que se produjo en un año en el que la economía china acumulaba más deuda que nunca en los últimos diez años. La burbuja china estaba explotando a cámara lenta y las empresas y los ahorradores

expatriaban todo el capital que les era posible —ya fuese a través de adquisiciones o directamente mediante depósitos—, anticipándose a un mayor riesgo de devaluaciones masivas. Un país que necesitaba cuatro veces más deuda por unidad de crecimiento del PIB que en 2008 se presentaba como un modelo claramente insostenible. En 2016, la deuda total de China se disparó debido a la acción de empresas semipúblicas y por la burbuja inmobiliaria. China ya destina casi el 3 por ciento del PIB al pago de intereses.

La devaluación de las monedas frente al dólar mostraba de nuevo que el dogma keynesiano de que una moneda débil conduce a más exportaciones es simplemente incorrecto. El dólar de Estados Unidos se convirtió en algo parecido al «nuevo oro» ante la creciente evidencia de que las políticas de «empobrecer al vecino» y ahogar los problemas estructurales en liquidez llegaban a su fin. Son muchos los que piensan que la economía de Estados Unidos no puede tolerar un dólar fuerte. No estoy de acuerdo. Estados Unidos únicamente exporta el 12,6 por ciento del PIB y menos del 30 por ciento de los beneficios del S&P 500 proceden de las exportaciones.[147]

Repetir el mantra de la expansión monetaria y la devaluación no funcionará si la política económica de Estados Unidos, con una nueva administración, tiene por objetivo fortalecer el mercado nacional, aumentar la renta disponible para las clases media y baja, y acabar con los incentivos perversos creados por años de políticas fracasadas basadas en la demanda, esto es, gastar, subir impuestos y endeudarse.

Deberíamos despertar y abandonar un modelo basado en los unicornios de los multiplicadores keynesianos y aceptar un nuevo paradigma global en el que la mayor y más poderosa economía del mundo lleve a cabo políticas de oferta. Ignorar siquiera la existencia de esta opción muestra lo hipnotizados que estamos por el espejismo del crecimiento por decreto y la riqueza inexistente de la expansión monetaria. Pero, como mínimo, el mundo debería estar preparado para la posibilidad cada vez mayor de que el efecto placebo del gas de la risa monetario sea cosa del pasado.

«Trumponomics» y el fin de las guerras monetarias

La victoria de Donald Trump en las elecciones de Estados Unidos causó en 2016 una gran conmoción en los medios de comunicación. Más del 80 por ciento esperaban la victoria de la candidata demócrata, Hillary Clinton. Ésta ejemplificaba la perpetuación de las políticas de demanda aplicadas por Barack Obama y una reafirmación del *statu quo*. Donald Trump, por el contrario, presentaba una combinación de reformas de oferta, recortes fiscales y políticas de «compra lo americano».

Los anunciados recortes fiscales sin precedentes, unidos a una política más proteccionista con la industria, mensajes de renegociación de los acuerdos comerciales y «hacer que Estados Unidos vuelva a ser grande» fueron respaldados por el Banco Mundial, que predijo que esas reformas podrían «acelerar el crecimiento global»,[148] así como por el Deutsche Bank, que afirmó:

> Creemos que la elección de Trump como el presidente de Estados Unidos número 45 fundamentalmente reordenará los acuerdos económicos, financieros y de seguridad establecidos tras la segunda guerra mundial, y creemos que dichos cambios tendrán un impacto significativo en el rendimiento económico de las naciones, las industrias y las corporaciones de todo el mundo.
>
> La característica definitoria de la visión económica de Trump es probablemente un reajuste de la política pasando de la dependencia exclusiva de una política monetaria expansiva hacia una dependencia más equilibrada en la desregulación de la actividad económica, respaldada por una política fiscal expansionista como medio de impulsar la economía de Estados Unidos. Casualmente, se trata de la misma política de reajuste que tanto nosotros como otros hemos recomendado desde hace años para la eurozona. Esta política logrará apartar la economía de Estados Unidos de su secular estancamiento y escaso crecimiento y conseguirá unos resultados significativamente más boyantes. No nos sorprendería que el índice de crecimiento del PIB se duplicara en los próximos dos años, ni que se produjera un ascenso de las valoraciones de capital y una mayor apreciación material del dólar.
>
> La experiencia empresarial de muchos de los miembros clave del nuevo gabinete del presidente electo Trump hace que muy probablemente pongan el acento en eliminar las pesadas cargas reguladoras impuestas en el sector empresarial de Estados Unidos por la administración saliente. Esperamos rápidos avances en la reforma del sistema de impuestos de sociedades y en la racionalización de la regulación de la energía, las

> finanzas, el medio ambiente, la sanidad, los mercados laborales y el Estado del Bienestar. Esas medidas deberían contribuir a aumentar lo suficiente la productividad para que los nuevos índices de crecimiento sean sostenibles a largo plazo cuando disminuya el estímulo inicial.
>
> Esperamos que la nueva administración se mantenga fiel a la estrategia de «Primero América», dependiendo de acuerdos bilaterales en lugar de multilaterales en temas de comercio y política exterior. Unos Estados Unidos preparados para asumir riesgos y que revaluarán los acuerdos existentes bajo el prisma de qué es lo que conviene al país, reajustando algunos beneficios del lado de Estados Unidos. Este enfoque debería crear un nuevo orden que, en última instancia, será más estable, en el sentido de que «buenas cercas hacen buenos vecinos». No obstante, somos conscientes de que la incertidumbre acerca de las políticas de la administración Trump son todavía importantes, igual que la reacción de los afectados por dichas políticas. Concretamente, aunque un giro fuertemente proteccionista de Estados Unidos no sea nuestra hipótesis principal, dicho resultado sería perturbador para el comercio mundial.[149]

Existen numerosos estudios que respaldan la opinión de que las bajadas de impuestos y la eliminación de trabas burocráticas contribuirían a impulsar la economía de Estados Unidos.

Nos guste el presidente de Estados Unidos o no, existen pruebas abrumadoras[150] que demuestran que es más probable acelerar el crecimiento bajando los impuestos, en especial el de sociedades, que recortando el gasto.[151] Incorporar la propuesta de repatriar hasta un billón de los dólares acumulados en el extranjero por las multinacionales —que, a finales de 2016, superaban los 2,5 billones de dólares— también sería beneficioso para la economía de Estados Unidos. Un programa de inversión en infraestructuras de un billón de dólares adicional, financiado completamente por capital privado con deducciones fiscales, sería un enorme alivio para el déficit e impulsaría la producción industrial. Aunque los multiplicadores fiscales del gasto en infraestructuras sean pobres en una economía abierta, la idea es defendible en Estados Unidos, donde está claro que son necesarias inversiones en infraestructuras.

Reducir el excesivo coste de la sanidad, recortar la burocracia y aumentar los ingresos disponibles mediante recortes fiscales es probablemente la mejor solución al estancamiento secular. Estudios empíricos realizados por Mertens y Ravn, Alesina y Ardagna o Logan y el FMI[152] concluyen que, en más de 170 ejemplos a lo largo de la historia, el impacto de las bajadas de impuestos

ha sido más positivo para el crecimiento que el gasto.[153]

En el caso de Trump, esos recortes significan que los ciudadanos con unos ingresos anuales inferiores a 25.000 dólares no pagarían IRPF; quienes ganen menos de 75.000, un 10 por ciento; entre 75.000 y 225.000, un máximo del 20 por ciento; y, por encima de esa cifra, un tipo impositivo marginal del 25 por ciento. El mayor recorte fiscal de la historia. El impuesto de sociedades se reduciría al 15 por ciento, con un impuesto de repatriación de los fondos acumulados en el extranjero del 10 por ciento. Goldman Sachs calcula que Estados Unidos podría repatriar más de un billón de dólares con esta política.

¿Cómo se financiarán estos recortes fiscales? Mejorando la eficiencia del gasto público, derogando y sustituyendo el Affordable Care Act (Obamacare), recortando la burocracia y reduciendo la mayoría de las partidas de gasto público un 1 por ciento anual. La administración planea una inversión de un billón de dólares en proyectos de infraestructuras que serían financiados íntegramente por fondos del sector privado, pagados mediante créditos fiscales, tasas y comisiones.

Algunos cuestionan este plan. El Peterson Institute calculó un descenso de 2,85 billones de dólares de ingresos en diez años como consecuencia de la reforma fiscal y un aumento de un billón de dólares en gastos de defensa, lo que provocaría un incremento de la deuda del 25 por ciento.[154] Por otra parte, otros[155] prevén que el plan podría incluso reducir la deuda.

Según el análisis de la oficina del presupuesto de Estados Unidos, la deuda se reduciría recortando el gasto un 1 por ciento anual en planes sobredimensionados, lo cual generaría un ahorro de 750.000 millones de dólares en diez años. Los ingresos del impuesto de sociedades no se reducirían, sino que permanecerían iguales en términos reales debido al aumento de la actividad económica y a la repatriación de las inversiones extranjeras de las empresas de Estados Unidos, mientras que la subida de los salarios incrementaría los ingresos fiscales. La deuda respecto al PIB disminuiría con un pequeño aumento de la inflación, un mayor crecimiento al 2,8 por ciento anual y logrando la independencia energética en 2019. Eliminar las barreras a la prospección y la producción también hace aumentar

la inversión real. Por último, el efecto aspiradora de los flujos de entrada de capital dentro de Estados Unidos y fuera de los mercados emergentes fortalecería la economía.

Cuando el responsable del presupuesto de la administración Trump, Mick Mulvaney, habla de que la deuda de casi 20 billones de dólares del país es una «crisis nacional», no miente. A razón de más de 500.000 millones de dólares anuales de déficit, el riesgo aumenta mientras las políticas llevadas a cabo han cercenado el crecimiento potencial.

La administración Obama aumentó la deuda del país en casi 10 billones de dólares. Es curioso, pero en 2008, Obama decía que haber aumentado la deuda en 4 billones en ocho años era «irresponsable» y «antipatriótico». El presupuesto de Mulvaney está especialmente centrado en atacar el gasto político que se esconde en partidas que todos consideramos positivas, ese que se esconde bajo el subterfugio de «educación», por ejemplo, sin serlo. Para muchos comentaristas, leer el presupuesto de Mulvaney sin prestar atención a los detalles puede parecer un regalo de Navidad para un ataque a la administración: «Sube el gasto militar, baja la educación y la lucha por el medio ambiente». Sin embargo, la realidad es muy distinta.

El principio que se destila del presupuesto es el de «el Estado debe ocuparse de la seguridad, y poco más», que siempre han defendido los miembros de la administración Trump. El aumento del 10 por ciento en defensa es incuestionable, y muchos lo pueden criticar, pero no deja de ser exactamente lo que Trump prometió en campaña: 54.000 millones de dólares, o un aumento del 10 por ciento, con el fin de combatir a ISIS y recuperar la posición militar de Estados Unidos en el mundo. Puede ser debatible, pero es exactamente lo que pedía su electorado, su partido y sus defensores. De hecho, incluso republicanos críticos consideran que el incremento es pequeño. Aumentar las ayudas a veteranos un 10 por ciento (5.300 millones de dólares) y la seguridad nacional un 6,8 por ciento es algo que se ha criticado como insuficiente en varios medios.

Pero estamos analizando la importancia de la moderación presupuestaria como respuesta a la gran trampa, y el presupuesto de Mulvaney busca cumplir esos objetivos sin aumentar la deuda.

Los mayores recortes de la historia de Estados Unidos desde Ronald Reagan

En Sanidad, el mayor recorte (15.100 millones de dólares) se centra en dos partidas, el National Institute of Health y la Office of Community Services, que no son organismos de servicio finalista, sino criticados —incluso por los demócratas— por ser centros de gasto político. El gasto que se elimina es el discrecional, no el obligatorio, es decir, la prestación de servicios.

En el Departamento de Estado, los recortes de Rex Tillerson incluyen 10.900 millones de dólares menos para financiar conferencias y gastos discrecionales sobre «cambio climático» que se habían disparado en los últimos ocho años, y recortar agresivamente la financiación al Banco Mundial. Nadie puede negar que el goteo de dinero enviado a las iniciativas más peregrinas sobre el cambio climático y el gasto en el Banco Mundial son fondos que no sólo pueden revisarse, sino que debe hacerse. Y las administraciones paralelas escondidas, más de 35.000 personas según la estimación de la administración, también.

En Educación, al reducir un 13,5 por ciento sin afectar al programa Pell Grant, que da becas a personas con dificultades económicas, se eliminan veinte programas y subvenciones que se considera que pueden y deben ser financiados desde el sector privado.

En vivienda y desarrollo urbano, un recorte del 13 por ciento en subvenciones de baja prioridad, que hasta los demócratas como Sanders han criticado como ayudas que inflan los precios de las casas (Home Investment Partnerships Program y el Community Development Block Grant). De nuevo, la idea es que estos programas se pueden financiar desde la colaboración público-privada, sin acudir al dinero del contribuyente, gracias a deducciones fiscales.

En agricultura, empleo, transporte y energía tienen un recorte de subvenciones del 20,7 por ciento, 21 por ciento, 12,7 por ciento y 5,7 por

ciento respectivamente. Se eliminan todas las subvenciones que interfieren en asuntos de cada estado y se cercenan las que generan un exceso de burocracia, ineficiencia o duplicidades. Incluye eliminar inversiones en transporte o energía que deben ser financiadas por el sector privado mediante reducciones de impuestos, no con más gasto público.

Comercio reduciría un 15,7 por ciento, con lo que consolidaría agencias estadísticas en otras federales y eliminaría subvenciones. Interior, un 11,7 por ciento menos, incluyendo subvenciones a minas abandonadas y compra de tierra para fines públicos. Justicia, un 3,8 por ciento menos en subvenciones, pero un aumento en personal y recursos. Tesoro, una bajada del 4,1 por ciento en recortes de personal, y mayores recursos para el secretario del Tesoro con el fin de eliminar rescates públicos. Finalmente, reducir un 20 por ciento el presupuesto de la EPA (Agencia de Protección del Medio Ambiente) es esencial a la hora de atacar subvenciones inútiles y programas de contenido eminentemente político.

La razón por la que merece la pena detallar esos recortes —que expliqué en *El español* ante las exageraciones de algunos medios— es que el objetivo de Mulvaney es eliminar subvenciones políticas y gastos discrecionales que pueden financiarse desde el sector privado con las deducciones fiscales y las bajadas de impuestos que se anunciarán en mayo. Eliminar subvenciones limita el poder del político, que debe buscar con el sector privado financiar esos programas cuando tenga sentido.

La idea de Mulvaney es que los programas que puedan financiarse desde la iniciativa privada lo hagan sin acudir a eternos aumentos de presupuesto. Se busca que el servicio se mantenga con reducciones de gastos discrecionales, no los obligatorios, de un 10 por ciento, que tampoco es una locura. Pero, sobre todo, se busca eliminar la «administración paralela» que genera miles de millones de dólares de gasto simplemente por existir y perpetuarse.

Podrás decir que eso se podría hacer también con Defensa, y no te falta razón. Estados Unidos debe entrar en un proceso de ahorros en ese campo —entre otros en la contratación y mayor competencia entre proveedores—, pero primero hay que recuperar el terreno perdido en los ocho años anteriores. En

cualquier caso, si observas el presupuesto, se recupera el nivel eliminando gastos discrecionales que anteriormente se habían disparado, y con ello se reduce burocracia y regulación innecesaria, lo que limita el poder político en las decisiones y acaba con las bolas de nieve de gasto irrelevante en temas ideológicos.

El proceso de salida de la gran trampa debe incluir no aumentar la deuda, buscar ahorros en duplicidades y subvenciones inútiles, eliminar programas sin contenido efectivo y acabar con las redes clientelares de algunos elementos internacionales. Todo ello sin atacar el gasto esencial y manteniendo el servicio público. Debemos ser muy cautelosos analizando pros y contras, porque implementar estos cambios no es fácil. Y debemos ser cautelosos con movimientos que buscan aumentar el proteccionismo, que nunca funciona, o el gasto sin rentabilidad económica real.

Tras años de guerras monetarias, una de las propuestas de la administración Trump de las que menos se ha hablado es la que aspira a penalizar con sanciones económicas a aquellos países que manipulen su moneda. Incluso si se trata de Estados Unidos. La propuesta no es totalmente nueva y ha sido defendida por los republicanos desde 2014, pero la novedad es penalizar la manipulación monetaria.

Por un lado, los republicanos plantearon dos propuestas, una en el Comité de Servicios Financieros de la Cámara de Representantes, de 2014, y otra de 2015 en el Comité Bancario del Senado, por las cuales se impediría a la Reserva Federal tomar decisiones sobre los tipos de interés y la expansión del balance si se desvía más de dos puntos porcentuales de una regla de Taylor predeterminada. Si la Reserva Federal se marca como objetivo un nivel de inflación y empleo para un nivel de tipos y políticas monetarias, tendría que explicar al Congreso o al Senado por qué modifica o se aparta de la regularización cuando se cumplen esos objetivos.

Muy pocos representantes del Partido Republicano niegan que el drástico recorte de tipos de interés haya provocado la enorme burbuja que dio origen a la crisis de 2008 y que la prolongación de las llamadas políticas expansionistas de los últimos años ha generado otra burbuja de bonos y un exceso de euforia en los activos financieros sin un impacto apreciable en la

economía real.

Como hemos mencionado anteriormente, y conviene recordar, la creación indiscriminada de dinero no respaldada por ahorros está siempre tras las principales crisis y siempre hay alguien dispuesto a justificarlo como problema y como solución. Es un ejercicio de falta de honestidad intelectual echar la culpa de las crisis a las normalizaciones de política monetaria y no al exceso anterior. Si a esto le añadimos que los economistas y presidentes de la Reserva Federal fueron incapaces de avisar o incluso de reconocer el riesgo de esas burbujas —de Greenspan[156] a Bernanke,[157] pasando por Yellen[158]—, entenderemos por qué hay un creciente cuerpo de políticos preocupados por las políticas monetarias que siempre se aplican como si no entrañaran ningún riesgo y que posteriormente se justifican con el débil argumento de que lo contrario habría sido peor.

Desde luego, la Reserva Federal rechaza tales limitaciones.[159] Sin embargo, el modelo empleado para justificar que seguir una regla de Taylor habría afectado a 2,5 millones de puestos de trabajo es, como mínimo, discutible, ya que presupone una correlación directa entre los tipos de interés, la masa monetaria y la inversión y la creación de empleo que simplemente no funciona.

Torsten Slock, economista del Deutsche Bank, afirma: «Si en 2008 y 2009 la Reserva Federal hubiera seguido una regla de Taylor, es muy probable que la economía hubiese reaccionado de la misma manera».[160] Pero los participantes en el mercado habrían sido menos proclives a arriesgarse porque la Reserva Federal haría «cualquier cosa» por inflar los activos financieros. Lo sabemos porque así es como cambió la estrategia del mercado. Es decir, si la Reserva Federal tuviese reglas estrictas de limitación de sus poderes, el incentivo perverso de inflar los mercados financieros desaparecería, porque los operadores serían conscientes de que no se llevaría a cabo ninguna represión financiera.

En realidad es bien sencillo, en vez de fallar, repetir y aumentar desequilibrios, el banco central tendría que explicar la razón por la que su política no ha dado los frutos deseados y, si lo ha hecho, corregir y normalizar las medidas para evitar burbujas.

Cuando el banco central se convierte en algo así como el mayor *hedge fund*, el mayor fondo de cobertura, del mundo bajo la premisa de que «no hay inflación» a pesar de una enorme burbuja de los activos financieros, resulta difícil cambiar la metodología de la entidad. No obstante, tras equivocarse constantemente en sus previsiones, en el impacto y en las consecuencias, es normal que el Partido Republicano y muchos demócratas cuestionen el mandato del banco central.

Carl Icahn, uno de los principales inversores del mundo y a quien Trump nombró asesor de regulación, todavía conserva la servilleta en la que anotó la respuesta del presidente de la Reserva Federal a su pregunta sobre si habían calibrado las consecuencias negativas de la política monetaria de la Fed: «No lo sabemos», fue la respuesta.

Pero lo interesante es la idea de penalizar a los países que pongan en práctica políticas de devaluación de «empobrecer al vecino» tras la guerra de divisas vivida en los últimos años. Sin embargo, Estados Unidos no puede impedir que los bancos centrales de otros países continúen empobreciendo a sus ciudadanos mediante devaluaciones y brutales incrementos de la masa monetaria… a menos que se les multe por ello. Esa sanción puede tener efecto preventivo y, además, impedir que se generen grandes burbujas que nos lleven a otra crisis financiera.

No se trata de volver al patrón oro, aunque grandes economistas han pedido a la administración Trump sustituir el dólar por el oro para hacer de Estados Unidos una potencia global más fuerte.[161] De hecho, lo que exige un grupo de representantes del Partido Republicano —y con razón— es el final del exceso monetario descontrolado sin que nadie se responsabilice de sus consecuencias, así como rechazar un sistema que fomenta las burbujas y el endeudamiento excesivo con la excusa de que «podría ser peor».

No sabemos si se aplicarán esas medidas, pero es importante y saludable abrir el debate sobre los excesos de los bancos centrales a nivel gubernamental en la principal economía del mundo. El propio Trump, que en una ocasión dijo que «Estados Unidos puede imprimir todo el dinero que necesite», abandonó ese ridículo comentario y tiene a defensores de la política de «dinero sólido» como Mick Mulvaney en su equipo.

En cualquier caso, del mismo modo que la crisis de 2008 puso fin a los excesos de algunos operadores financieros, es hora de advertir de que el balance de los bancos centrales no puede utilizarse indiscriminadamente como si fueran fondos de alto riesgo para perpetuar burbujas cuando el resultado ha sido más que decepcionante.

Recobrar un poco de cordura, aunque sólo sea un poco, no hace daño a nadie.

Capítulo 5

El fracaso de la Abenomics

> Si Lehman Brothers hubiera sido Lehman Brothers and Sisters, no habría quebrado.
>
> SHENZO ABE

El prestigioso premio Nobel Simon Kutznets dijo una vez: «Hay cuatro tipos de economías, las desarrolladas, las subdesarrolladas, Japón y Argentina». Japón y Argentina sólo tienen una cosa en común: los dos países repiten constantemente los mismos errores de sus políticas monetarias locales esperando que el resultado sea diferente. Por supuesto, existen numerosos factores que diferencian a ambas economías. Nadie se atrevería a compararlas en cuanto a productividad, población, tecnología o competitividad. Los enormes desequilibrios monetarios de Argentina surgen de unos gigantescos índices de inflación y devastadoras crisis bancarias. La ralentización de Japón procede de una deuda galopante y un estancamiento secular.

«Quienes creen en Abenomics sufren amnesia. No es nada nuevo.»[162] La Abenomics recibe este nombre por el primer ministro Shinzo Abe. Tras casi dos décadas de estancamiento, el plan se suponía que lanzaría a Japón a una nueva era de crecimiento y fue presentado en diciembre de 2012 con grandes titulares como una política ambiciosa e innovadora que cambiaría la

suerte del país, pues traería consigo crecimiento, empleo y permitiría huir de la deflación.

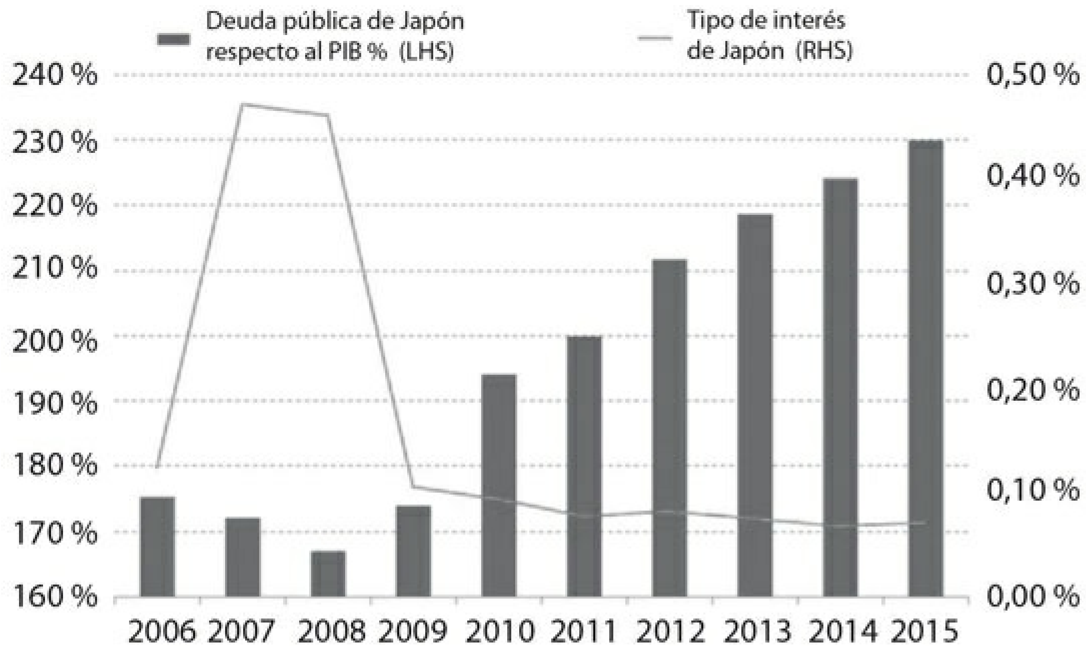


Figura 14. Más de veinte años de tipos de interés cero. Tipos de interés de Japón frente a deuda pública respecto al PIB.
(*Fuente*: Banco de Japón.)

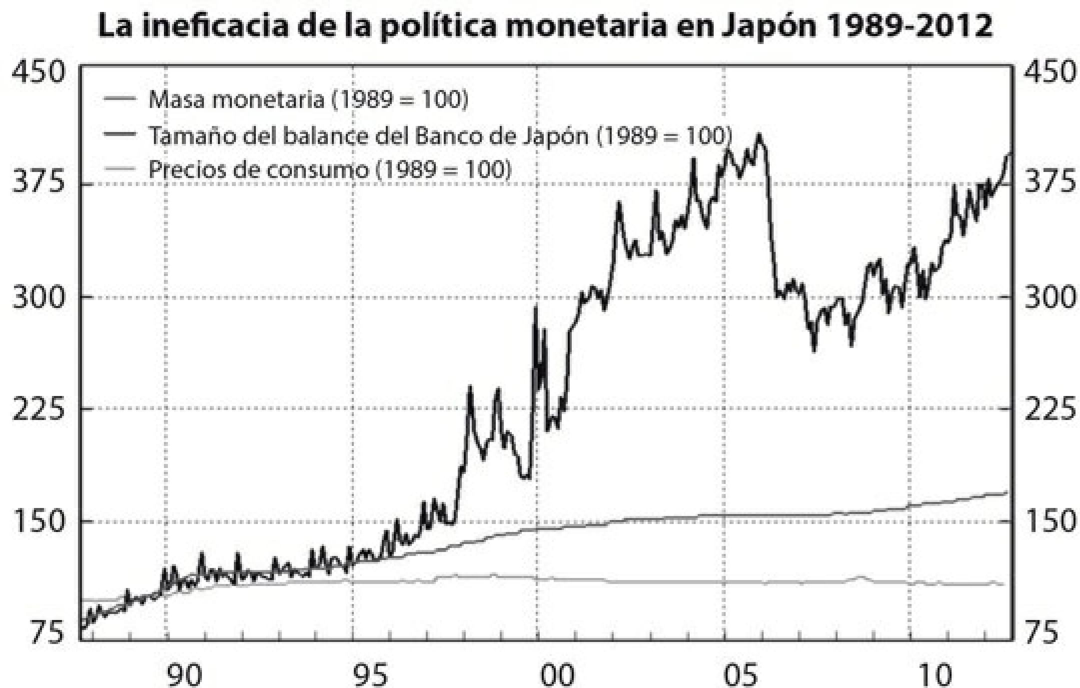


Figura 15. La Abenomics no es nada nuevo. Los estímulos anteriores también fracasaron. (*Fuente*: Fulcrum, FT.)

El plan se centraba en tres flechas,[163] parafraseando el dicho japonés de que una o dos flechas pueden romperse fácilmente con las manos, pero tres es casi imposible. La primera flecha era una política monetaria aún más flexible por parte del Banco de Japón. Nada nuevo. Tras casi dos décadas y seis planes de estímulo, el banco central compraría activos a un ritmo no visto en décadas. En 2017, se espera que el balance supere el 90 por ciento del PIB.

La segunda flecha tampoco era ninguna novedad: un impulso fiscal gracias al aumento de la inversión en obras públicas.

> De Mecano a Legoland, ahí vienen con un ladrillo en la mano, hombres con la cabeza llena de arena. Hay que construir.
>
> THE HOUSEMARTINS

Sí, entre 1991 y 2008, Japón gastó la friolera de 6,3 billones de dólares en proyectos de infraestructuras para «impulsar el crecimiento» con un impacto nulo en el crecimiento económico —el país permaneció estancado durante dos décadas—. La economía de Japón no se hizo más dinámica tras la bonanza en las infraestructuras, sino todo lo contrario.[164]

La tercera flecha era más ambiciosa. Una reforma estructural de gran alcance para hacer que la economía fuera más productiva y competitiva, atacando los «intereses particulares» —corrupción— e incentivando la productividad, con menos burocracia y más dinamismo. ¿Y sabes qué? La tercera flecha se olvidó. Shinzo Abe esbozó medidas como establecer zonas económicas especiales, pero no consiguió abordar reformas relativas al mercado laboral y a los impuestos de sociedades. No hubo una auténtica reforma de un Estado inflado, los llamados intereses «especiales» y problemas de productividad, leyes laborales rígidas, márgenes escasos e ineficiencias del sistema.

Algunos comentaristas mencionaron que quien esperara una amplia transformación de la economía de Japón o que eliminase las barreras a la competencia probablemente se sentiría decepcionado, y tenían razón. En 2016, las políticas parecían más centradas en perpetuar el *statu quo* y apostaban cualquier mejora a la impresión de dinero.

Jesper Koll, responsable de análisis de valores japoneses de JPMorgan en Tokio, declaró: «Estamos en un país obsesionado por crear un capitalismo de estilo japonés en lugar de un capitalismo fundamental de mercado, de estilo angloamericano. Pero sigue siendo Japón».[165] Así que, como el lector podrá imaginar, no se produjo crecimiento, la inflación no mejoró y los salarios reales continuaron al nivel más bajo desde hacía décadas, mientras que la deuda ascendía al nivel más alto de la OCDE, un 250 por ciento. Pero no se trata solamente de la deuda pública, pues las políticas de tipos de interés cero han hecho que la deuda privada se dispare. Así las cosas, la deuda total de Japón se situó a finales de 2016 por encima del 450 por ciento del PIB.[166]

Pero el lector pensará: ¿Cómo llegaron a ese extremo? Y es importante analizarlo, porque es exactamente lo que algunos proponen como «solución».

La conocida burbuja de Japón

En 1980, el presupuesto de Japón era de tan sólo 45 billones de yenes. La mayor parte correspondía a obras públicas, transferencias gubernamentales y pago de intereses. Japón había entrado en una época de enorme prosperidad liderada por la construcción, por lo que el mercado bursátil e inmobiliario se dispararon y, con ellos, la ilusión de crecimiento y los ingresos fiscales extraordinarios creados por la burbuja. El lector español no encontrará esto sorprendente. Japón no sólo se estaba haciendo más rico, sino que sus empresas iniciaron un enorme proceso de expansión internacional. Parecía que iba a adueñarse del mundo.

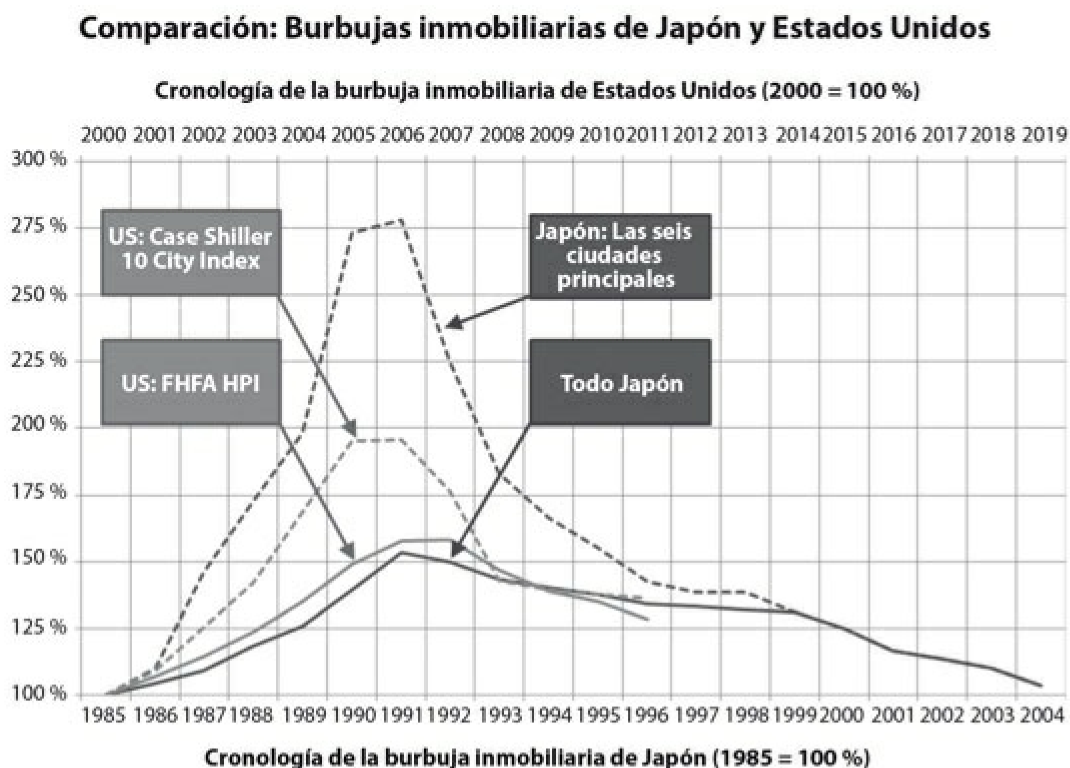


Figura 16. Comparación de la burbuja inmobiliaria de Estados Unidos y Japón. (*Fuente*: doctorhousingbubble.com)

A cualquier ciudadano estadounidense, español, sueco, o ahora chino, esto le resultará familiar… La ilusión de ingresos mágicos de las burbujas inmobiliarias. Con la burbuja también aumentó el gasto, y el crédito se expandió. Y luego vino la caída… La burbuja inmobiliaria de Japón explotó, y el país, para «reactivar la economía», hizo exactamente lo que el lector habrá imaginado: poner en marcha un gigantesco plan de infraestructuras para «impulsar el crecimiento». Los gastos siguieron aumentando espectacularmente, a lo que contribuyeron también las cargas sociales del envejecimiento demográfico, y se fue acumulando el pago de intereses de la deuda contraída durante el boom de «esta vez es distinto».

Obviamente, el crecimiento no se produjo, pero la deuda se mantuvo. Seis planes de estímulo y dos décadas perdidas después, sin casi crecimiento y con deflación, el país presentó un nuevo plan.[167] Era exactamente lo mismo, pero más grande.

La crisis de Japón fue simplemente el pinchazo de la burbuja a cámara lenta y las consecuencias perversas de décadas de estímulo de sectores de baja productividad. Esta política engordó la economía y acabó con su dinamismo, tanto a nivel público como empresarial.

Por qué es poco probable que Japón cambie

Los ciudadanos japoneses, como explicábamos, no sufren amnesia, por lo que son conscientes del dudoso efecto de todas las medidas anunciadas como «nuevas». Y ahorran, y mucho. Su riqueza se acumula en depósitos y moneda: el 56 por ciento del total.[168] Y el gobierno siente la necesidad de meter la mano en sus bolsillos… devaluando.

Pero los japoneses, como los europeos, no gastan más. El gran problema es que la velocidad de circulación del dinero sigue disminuyendo a pesar de la agresiva liquidez. La falta de confianza de los consumidores no desaparece manipulando las variables monetarias, porque la mayoría de los temores proceden del miedo a más subidas de impuestos y del coste de la vida.

Tras años de estímulos, Japón publicó sus presupuestos de 2017 camino

de otro año de crecimiento pobre y deuda elevada.

Japón debería importarnos a todos, porque es un ejemplo de lo que los países del resto del mundo no deberían hacer tras dos décadas de estancamiento y de repetir un estímulo tras otro. *The Economist* sitúa de nuevo a Japón entre las veinte economías con menor crecimiento para 2017 y prevé un crecimiento anual del 0,5 por ciento del PIB entre 2017 y 2021. El presupuesto del país es otro ejemplo del absoluto fracaso de la Abenomics, pues produjo, como era de esperar, los peores resultados imaginables.

El primer problema es la enorme deuda. Los ingresos fiscales cubren alrededor del 60 por ciento de los gastos del presupuesto. El resto se financia emitiendo más deuda, la cual ya supera el 250 por ciento del PIB.[169] Los neokeynesianos, que repiten que no debería preocuparnos acumular deuda «porque los tipos de interés son bajos», ignoran —a sabiendas— que casi el 22 por ciento del presupuesto japonés corresponde al pago de intereses a pesar de que el coste de la deuda de Japón sea muy bajo (el bono a diez años a aproximadamente el 0,10 por ciento).

Sin embargo, es peligroso ignorar que el Banco de Japón se «tragará» la inmensa mayoría de los bonos emitidos. ¿Suena esto a esquema Ponzi?[170]

A finales de 2016, el banco central de Japón acumulaba más del 35 por ciento de los bonos emitidos por el gobierno así como la mayor parte de los ETF[171] del país, y a finales de 2017 se habrá convertido en el mayor accionista de 55 empresas que cotizan en el índice Nikkei (ya es uno de los cinco principales accionistas de 81 de ellas).[172] Esto es lo más parecido a un esquema piramidal que se puede imaginar.

La economía japonesa se ve afectada por muchos problemas, pero el principal es una población que envejece rápidamente —más del 40 por ciento del presupuesto se destina a pensiones y asistencia sanitaria—, lo que no se soluciona imprimiendo dinero. Pero, por encima de todo, la política monetaria y los estímulos del gobierno no garantizan las pensiones, que se recortaron de nuevo en 2017-2018 debido a la insostenibilidad del sistema. Ésta debería ser otra señal de alerta para aquellos que dicen que las pensiones están garantizadas con la subida de impuestos y la política monetaria, algo que ni siquiera sucede en Japón.

Desde luego, Japón tiene un bajo índice de desempleo, pero ha sido así desde hace décadas. La combinación del envejecimiento de la población y los desafíos culturales con que se encuentran los inmigrantes potenciales hacen que la población activa se mantenga ajustada. Sin embargo, las aportaciones a la seguridad social no consiguen cubrir siquiera una porción del gasto en pensiones públicas. Además, con un 36 por ciento, tiene una de las tasas de sustitución más bajas del mundo (el porcentaje del último salario pagado como pensión pública).

Y ésa es la gran lección. Los países intentan solucionar con medidas monetarias el impacto de tendencias mucho más relevantes, como la demografía. Subir los impuestos y enmascarar el problema, introduciendo enormes e inútiles planes de estímulo, no hace más que posponer la crisis inevitable. Hay quien dirá «qué más da», porque no hay inflación. No obstante, en Japón los salarios reales son los más bajos desde hace dos décadas y la renta disponible continúa estancada.

El único beneficiario real del espejismo monetario de Japón —que consiste en robar poco a poco al ahorrador bajo la falsa apariencia de un «contrato social»—[173] es el gobierno, que continúa aumentando la deuda sin emprender reformas estructurales ni abordar los desafíos de la productividad y los «intereses particulares».

La justificación

Hay un reducido aunque relevante grupo de economistas que justifica esta política con varios argumentos. El primero es el del mal llamado «contrato social». La deuda no importa, porque si mantiene un índice de desempleo bajo y un elevado gasto en servicios sociales es un éxito, y su coste es muy bajo porque está monetizado casi por completo. El contrato social es aquel que firma el que lo disfruta y recibe, sin haberlo acordado, el que lo va a pagar.

El segundo es la magia de la desaparición de la deuda mediante la monetización. Por un lado, la deuda en manos privadas está disminuyendo

rápidamente. Por otro, el gobierno nunca tiene que pagar esta deuda. Lo que tendría sentido si la realidad del estancamiento no atacara de nuevo.

Y el argumento es que la carga de financiación pública real está disminuyendo hasta el equivalente a 15 puntos porcentuales del PIB anual. La deuda pública está pasando de manos privadas al banco central. Por tanto, la deuda, «exceptuando la reserva de la expansión cuantitativa», estaría disminuyendo. ¿Magia? Lo parece, pero no lo es, porque sencillamente no funciona.

En primer lugar, incluso con este argumento y tipos extremadamente bajos, el gobierno gasta una cantidad extraordinaria de fondos presupuestarios en el pago de intereses, camino de ser casi una cuarta parte, y más del 40 por ciento de los ingresos fiscales. Y todo esto con una política de tipos de interés casi a cero durante dos décadas. Incluso si asumimos una baja inflación y ninguna otra alteración, este gasto extraordinario significa más impuestos en el futuro y menos crecimiento.

Pero es que es simplemente incorrecto. Esa deuda no se cancela, no se condona. Pesa como una losa en las decisiones económicas de todos los agentes y supone más impuestos para esas generaciones futuras que no han nacido pero sí han firmado ese supuesto contrato.

Y además tampoco funciona como argumento de «esconder el riesgo bajo la alfombra». Hace que se perpetúe el papel del Banco de Japón como un enorme fondo de cobertura. Si el Banco de Japón detuviese, o incluso si redujese, el ritmo de adquisición de activos, la figura del comprador marginal es más que discutible.

¿Quién compraría bonos japoneses a diez años con cupón casi a cero si el Banco de Japón no ofreciese la garantía de comprador de último recurso? Y, lo que es más importante, ¿qué inversor adquiriría valores japoneses si el banco central dejase de comprar, con escasas ganancias, poca rentabilidad y bajo crecimiento? Por supuesto, habría un comprador marginal, pero con valoraciones considerablemente inferiores a las actuales (precios mucho más bajos). No se trata de un supuesto hipotético. Es un hecho históricamente demostrado que el mercado de valores se desploma cuando el estímulo se desvanece.

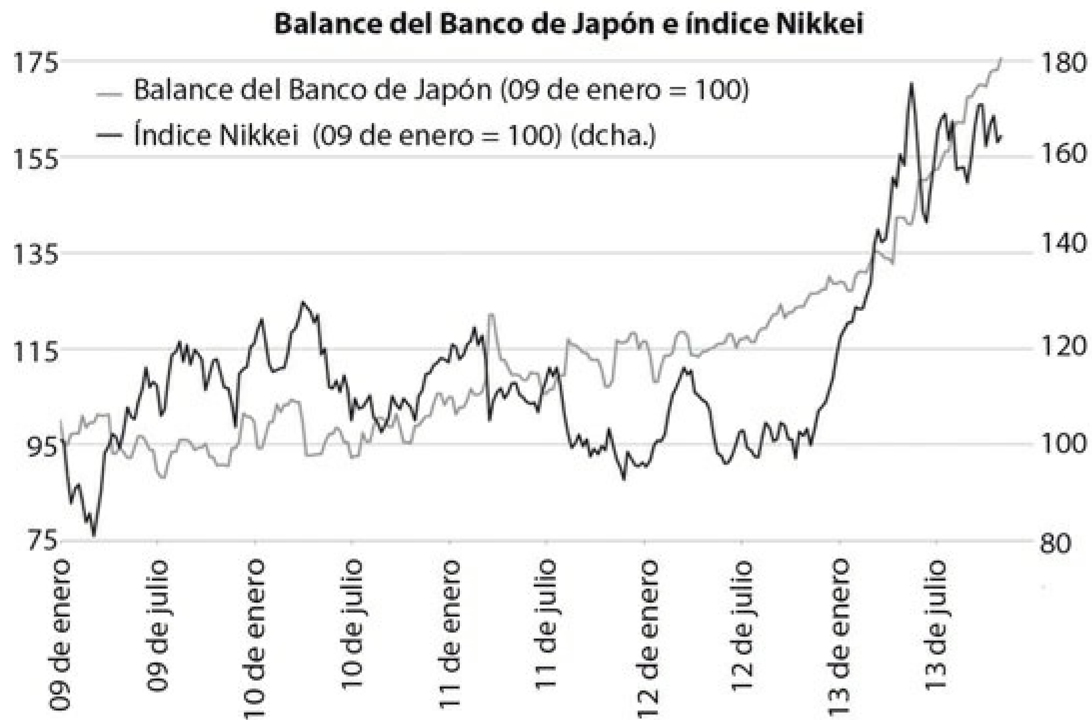


Figura 17. Índice Nikkei frente al balance del Banco de Japón. (*Fuente*: Banco de Japón, Bloomberg.)



Figura 18. Relación entre el índice Nikkei y el gasto público durante la época de estímulo anterior a la Abenomics.
(*Fuente*: Trading economics.)

Un desequilibrio de ese calibre no puede «esconderse bajo la alfombra». El mismo argumento se empleó con los *hedge funds*, fondos de cobertura, y con la burbuja inmobiliaria, cuando los comentaristas creían que la sindicación y la extensión del riesgo lo hacían menos evidente. Este enorme problema explotará. Simplemente se está aplazando de forma artificial.

La bomba de relojería demográfica

Hagamos memoria. El crecimiento del PIB nominal de Japón ha sido prácticamente cero durante los últimos veinticinco años, mientras que la deuda pública se ha triplicado hasta alcanzar el 250 por ciento del PIB. Aunque Japón paga muy poco, alrededor del 0,1 por ciento, por sus bonos a diez años, el pago de intereses absorbe casi el 22 por ciento de su presupuesto.

Con todo, es esencial hacer hincapié en la bomba de relojería demográfica. Japón ha ido perdiendo habitantes desde hace años y en 2016 su número fue el más bajo desde 2000. No sólo pierde habitantes, sino que la población envejece muy rápidamente. El segmento entre quince y sesenta y cinco años ha disminuido en 4 millones de personas desde 2008, mientras que los habitantes mayores de sesenta y cinco años han aumentado en la misma medida. Por esa razón, el país destina casi el 30 por ciento del presupuesto a la seguridad social y las pensiones.

Sin embargo, hay otro factor relevante, y éste se encuentra en la estructura empresarial.

*El statu q*uo empresarial

El paisaje empresarial de Japón se compone de unos cuantos grandes conglomerados industriales, muchos de ellos creados en el período anterior a la guerra, con fuertes vínculos con el emperador y el gobierno, y un 90 por ciento de pymes, que emplean al 70 por ciento de la mano de obra privada.

La estructura empresarial sigue dividida predominantemente entre los Zaibatsu —grandes conglomerados industriales— y los Keiretsu —subcontratistas— que, conjuntamente, y según muchos analistas, crean una poderosa fuerza de intereses entrelazados con el gobierno con el fin de proporcionar estabilidad, una estrategia nacional común y ayudarse mutuamente en diversos asuntos. Los «intereses especiales» se mantienen y se respaldan porque, al mismo tiempo, todos ellos están comprometidos con la estabilidad laboral y el bienestar social.

Según el profesor Michihiro,[174] estos Zaibatsus se mantienen conectados horizontalmente. Antes de la segunda guerra mundial, muchos mantenían estrechos vínculos con la industria militar y fueron desmantelados por el ejército estadounidense, aunque después de la guerra renacieron como oligopolios. Eran seis grupos: Mitsui, Mitsubishi, Sumitomo, Fuyo, Sanwa e Ichican.

Como nota al margen, la percepción habitual de que, en cierto modo, la guerra y la industria militar fueron los principales contribuyentes a la innovación no es más que una exageración. Sí, es cierto, por ejemplo, que internet y Silicon Valley fueron una consecuencia directa de la segunda guerra mundial y de la guerra fría, pero también lo fueron la bomba atómica y las armas nucleares. Las compañías de automoción prosperaron durante y después de la guerra. Ejemplos de este cuestionable vínculo podemos encontrarlos en Thyssen y Georg von Siemens en Alemania; Henry Ford, Alfred Sloan y los dos Thomas J. Watson en Estados Unidos; Sakichi Toyoda, Masatoshi Ito y Toshifumi Suzuki en Japón.[175]

Esta visión sociopolítica del capitalismo de la vieja escuela funcionó durante un tiempo, pero hace más de dos décadas que dejó de hacerlo. Aunque hay estabilidad, ésta puede confundirse fácilmente con obsolescencia, y los compromisos con el bienestar social entran en conflicto

con la disminución de los salarios reales y un entorno laboral muy duro.

Esta fórmula de grandes conglomerados con vínculos verticales de subcontratación con otros grupos otorgó fuerza, un objetivo común y fidelidad extrema por parte de los trabajadores al modelo japonés. No obstante, dicho modelo no puede durar si las prioridades pasan del crecimiento y la productividad a luchar por mantener el sistema a toda costa.

En el libro *The Myth of the Keiretsu*,[176] podemos observar que el modelo empresarial no es demasiado diferente de la «economie dirigée» francesa o de los conglomerados españoles e italianos con grandes accionistas «estables», llamados núcleos duros. Este modelo de creación de grandes conglomerados a partir de empresas de titularidad semipública y con una minoría de accionistas con capacidad de bloqueo que funciona como «píldoras envenenadas»[177] también es típico en Europa. Desde 2001, esos modelos han demostrado no proporcionar ni el crecimiento ni la estabilidad deseados. Y, como ya sabemos, estos problemas estructurales no se solucionan imprimiendo dinero. De hecho, empeoran. Al recortarse los salarios reales, la capacidad de las nuevas generaciones para gastar, tener hijos y mejorar la actividad económica también se desploma.

La solución de Japón es al mismo tiempo fácil e imposible. Detener por completo la cadena empresarial-financiera-administrativa de incentivos perversos y estímulos improductivos y centrarse en políticas de oferta, impuestos más bajos, recortes burocráticos, facilitar el crecimiento de las pequeñas y medianas empresas —las cuales representan el 90 por ciento de las compañías y el 70 por ciento de los empleos—, y atraer la inversión extranjera y la mano de obra externa. Sin embargo, las cortapisas culturales e históricas tienen demasiado peso.

Deberíamos ver a Japón como una señal de advertencia, porque la Unión Europea está cometiendo los mismos errores, pero sin la disciplina laboral ni la tecnología niponas.

Capítulo 6

Draghi al rescate

> Caroline dice, levantándose del suelo, puedes pegarme todo lo que quieras, pero ya no te quiero.
>
> LOU REED

Como hemos mencionado anteriormente, la eurozona tiene algunas semejanzas interesantes con Japón y, por supuesto, muchas diferencias. Las semejanzas son el envejecimiento de la población y una estructura empresarial que recuerda mucho a los vínculos entre el Zaibatsu y el gobierno. Probablemente ahí acaban las semejanzas, pero esos dos factores son importantes, como veremos más adelante.

Hay un tercer factor que reduce cualquier impacto verdaderamente positivo de las políticas monetarias y al cual hemos hecho referencia antes: la sobrecapacidad.

El bajo uso de la capacidad es considerada a menudo por los economistas keynesianos como un problema de demanda, la cual debe ser «estimulada». Sin embargo, si prestamos atención a los datos, observamos que ocurre todo lo contrario. Estimular la demanda es precisamente lo que la Unión Europea ha estado haciendo desde el proyecto y la creación de la moneda común. De hecho, si algo está ayudando a la economía europea a salir de la crisis es

precisamente evitar las cuatro palabras más peligrosas de la economía: «estimular la demanda interna».

Efectivamente, con el euro, el crédito se disparó, y con ello aumentaron los préstamos al sector privado un 225 por ciento entre 1999 y 2008. La inversión pública respecto al PIB fue como media del 3 por ciento anual durante ese período. En ese mismo período, la masa monetaria aumentó más del doble, mientras que el gasto público respecto al PIB no se situó nunca por debajo del 44 por ciento. El endeudamiento de las familias pasó del 45 por ciento del PIB al 63 por ciento. ¿Y los intervencionistas nos dicen que es un problema de falta de estímulo de la demanda? ¿En serio?



Figura 19. El uso de la capacidad en la UE no ha mejorado a pesar de años de planes industriales y auge del crédito.
(*Fuente*: Eurostat, Trading Economics.)

Un boom del crédito impulsado por la ilusión de una unión con gran crecimiento y tipos de interés bajos, que fueron reducidos por el banco central a casi la mitad al mismo tiempo que multiplicaba por dos su balance.

La crisis de la eurozona fue exactamente igual que las que hemos visto con anterioridad: una enorme burbuja de crédito que explotó. Y cuando la burbuja estalla, todos le echan la culpa a cualquiera, excepto… a sí mismos. Se culpó a los especuladores de la bajada de las acciones y del aumento de la rentabilidad de los bonos. A nadie parecía preocuparle la actividad

especulativa cuando los mercados se dispararon. De hecho, ¿quién es más especulador que un gobierno que expande el crédito y se lanza a endeudarse «para crecer»? Eso es especular, y con el dinero de los demás.

Cuando estalló… los gobiernos y los políticos le echaron la culpa a la deuda privada. Las familias les echaron la culpa a los bancos. Y al parecer, nadie preguntó en su momento: «¿Cómo vamos a pagar esta deuda cada vez mayor si deja de haber crecimiento?». Y, por último, algunos países culparon a la moneda.

Según muchos políticos, si sus países no hubieran adoptado el euro, habrían devaluado su moneda y todo hubiese ido bien. Sí, salvo por el hecho de que ninguno de esos países se preguntó si el nivel de gasto, inversión y desarrollo logrado con la moneda común habría sido factible con su moneda nacional. ¿Y cómo repagar la deuda externa devaluando? Daba la sensación de que a todo el mundo le gustaba depender de Alemania durante el boom, pero no durante la aleccionadora caída.

Trichet tenía razón

No te hagas la víctima de circunstancias que tú creaste.

ANÓNIMO

Increíblemente, en Europa muchos le echaron la culpa al presidente del Banco Central Europeo, Jean-Claude Trichet, por subir los tipos en 2011 cuando el exceso de crédito no sólo se estaba volviendo evidente, sino peligroso. Los medios de comunicación y los economistas de consenso consideraron en aquel momento que subir los tipos era un error, pues se encontraban en medio de una crisis de deuda. Pero ¿subir los tipos al… 1,5 por ciento? ¿Fue ése el «gran error»? ¿De verdad?

En 2000, los tipos de interés eran del 4,75 por ciento; bajaron al 1 por ciento, y aumentaron luego en dos ocasiones un cuarto de punto hasta situarse tan sólo al 1,5 por ciento después de un enorme auge del crédito, de sobrecapacidad y de que los gobiernos incrementasen en algunos casos la

deuda más del ciento por ciento.

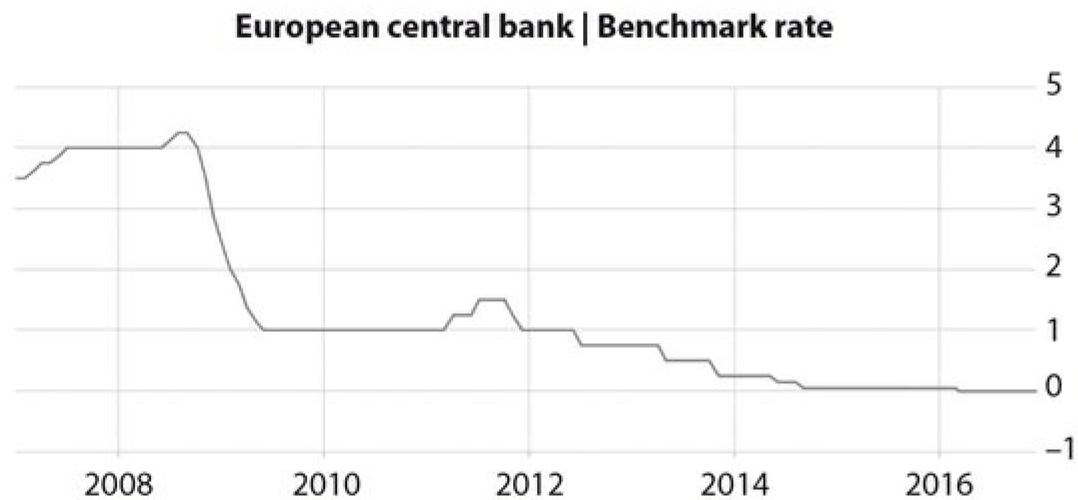


Figura 20. Tipo de referencia del Banco Central Europeo.
(*Fuente*: BCE.)

Sí, se estaba produciendo una crisis. La decisión de subir los tipos se tomó al mismo tiempo que la eurozona se preparaba para rescatar a Grecia y Portugal. Sin embargo, los tipos se habían recortado a mínimos históricos y si alguien creía que 50 puntos básicos marcarían la diferencia, simplemente se estaba engañando a sí mismo.

El dinero barato no es la respuesta

Sobre todo, barato es barato.

RAY DAVIES

La crisis de la eurozona no se iba a solucionar con tipos de interés mucho más bajos. Recordemos que, cuando estalló la crisis de las *subprime* en Estados Unidos, el sistema financiero del Reino Unido cayó en la inestabilidad y el efecto dominó pudo notarse en un mundo que se había

acostumbrado a un enorme crecimiento del crédito y tipos bajos, y en el que la Unión Europea se vanagloriaba de encontrarse aislada del tsunami financiero. Los bancos españoles, por ejemplo, fueron elogiados por tener la mejor regulación, que les permitió huir de la crisis financiera.[178] Juro que esto es verdad.

Por un lado, para combatir lo que los medios de comunicación denominaron «crisis financiera originada en Estados Unidos», que «no tenía nada que ver con la eurozona», los tipos de interés se redujeron enormemente y el balance del BCE aumentó en un billón de euros, para respaldar los bonos soberanos. Por otro lado, la Unión Europea se embarcó en un desastroso «plan de estímulo» que aumentó aún más los riesgos sin que se produjese un crecimiento apreciable.

El 26 de noviembre de 2008 se puso en marcha el «plan para el empleo y el crecimiento», un ambicioso proyecto para «reactivar la economía» y crear «millones» de puestos de trabajo a partir de la inversión pública.[179] Y para «combatir la crisis», se aplicó un estímulo del 1,5 por ciento del PIB, más de 200.000 millones de euros, una inversión no productiva en elefantes blancos y sectores «estratégicos» como la que había tenido lugar durante una década de los planes industriales. El fin era estimular la demanda. Los elefantes blancos tuvieron que ser sustituidos por… elefantes blancos.

- España gastó 90.000 millones de euros en proyectos de infraestructuras y obras civiles, lo que generó un impacto negativo tanto en el PIB como en el empleo, así como un shock de deuda.
- La Unión Europea se dispuso a gastar 200.000 millones y, mientras tanto, destruyó 4,5 millones de empleos, lo que elevó el déficit al 4,1 por ciento del PIB.
- Las únicas naciones que recurrieron a bajar los impuestos como forma de estímulo fueron los Países Bajos y el Reino Unido. Como es lógico, fueron ellos los que salieron de la recesión antes que el resto.

Este plan de estímulo sigue notándose a lo largo y ancho de Europa: autopistas vacías pegadas unas a otras, aeropuertos inútiles, «centros

tecnológicos» desiertos, edificios enormes vacíos, zonas industriales sin ninguna actividad empresarial, etcétera.

La sobrecapacidad industrial se disparó, así como la deuda, pero sin crecimiento ni beneficios. La crisis soberana de la eurozona siguió estallando porque los desequilibrios que se habían ido ampliando durante más de una década empezaban a hacerse evidentes.

La eurozona se construyó bajo la premisa de que la deuda pública no tenía riesgo,[180] y se despertó con la dura realidad de que el riesgo no lo decide un comité de políticos. Los Credit Default Swaps (seguros de incumplimiento crediticio), los instrumentos que cubren el riesgo de impago de los bonos, se dispararon en toda la eurozona a medida que la enorme burbuja de deuda empresarial, bancaria y soberana estallaba en todos los países. Aparte de los evidentes riesgos, la preocupación ante una posible salida del euro —alimentada por algunos políticos irresponsables y muchos economistas nada realistas— hizo sonar las alarmas en toda Europa.

Los bancos europeos, que se suponía que estaban extremadamente regulados y adecuadamente capitalizados, demostraron que todo era un espejismo, y la cantidad de préstamos de difícil cobro se hizo más evidente.[181] De repente, la propaganda según la cual todo se debía a un problema de falta de regulación de Estados Unidos mostró una realidad más dura. Los activos bancarios totales en la eurozona superaban el 320 por ciento del PIB. En Estados Unidos, en el peor momento de la crisis, eran del 80 por ciento.

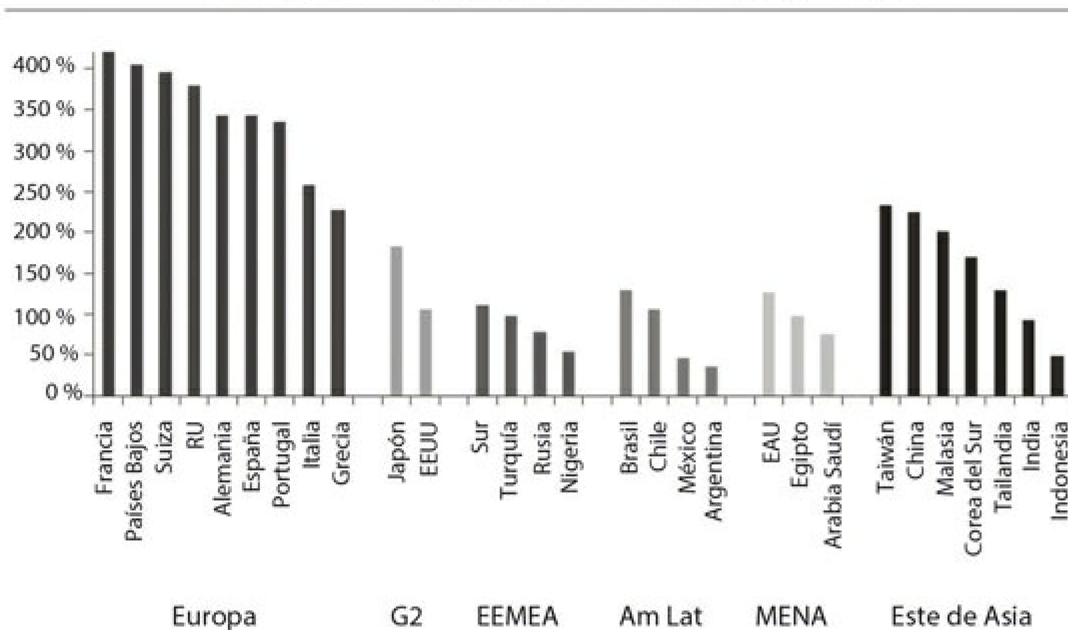


Figura 21. Activos bancarios totales como porcentaje del PIB.
(*Fuente*: Merrill Lynch, bancos centrales.)

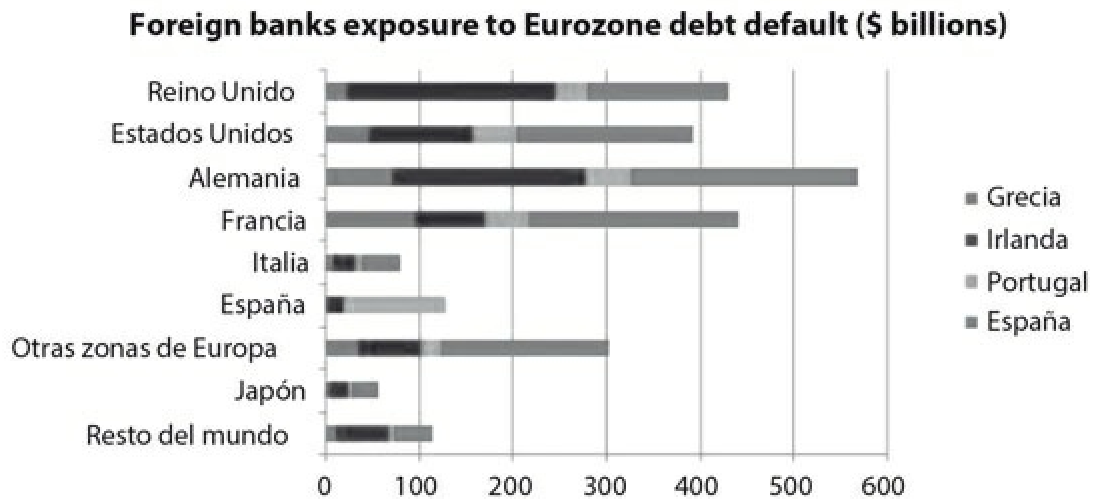


Figura 22. Riesgo de la deuda soberana en la eurozona, 2011.
(*Fuente*: Banco de Pagos Internacionales, Forexblog.)

Además, a los bancos que estaban cargados de deuda soberana de su propio país y de otros, les resultaba cada vez más difícil dar y recibir créditos.

El seguro para cubrir posibles impagos (CDS) siguió aumentando a medida que las entidades financieras intentaban, por un lado, reducir el riesgo de los bonos del Estado y, por otro, mantener el capital básico.

Como he mencionado anteriormente, el riesgo aparece de manera brusca y repentina, debido a la acumulación de exposición al riesgo de un activo aparentemente muy seguro: deuda pública, proyectos de infraestructuras del gobierno y vivienda.

Los bancos eran incapaces de contener el baño de sangre en su cartera de activos y las acciones cayeron, mientras que los gobiernos que habían aumentado la deuda a causa del gasto deficitario entre 2008 y 2011 porque «disponían de margen fiscal» vieron como sus costes de refinanciación se disparaban.

Con la pérdida de capital por parte de los bancos, debida a la caída del valor de algunos de sus activos, los bonos soberanos, préstamos que era cada vez más improbable que fueran pagados por gobiernos, ayuntamientos —por el «estímulo»—, empresas y familias, el riesgo de un pánico bancario provocó rescates generalizados para evitar el desplome de los depósitos y el desastre financiero.

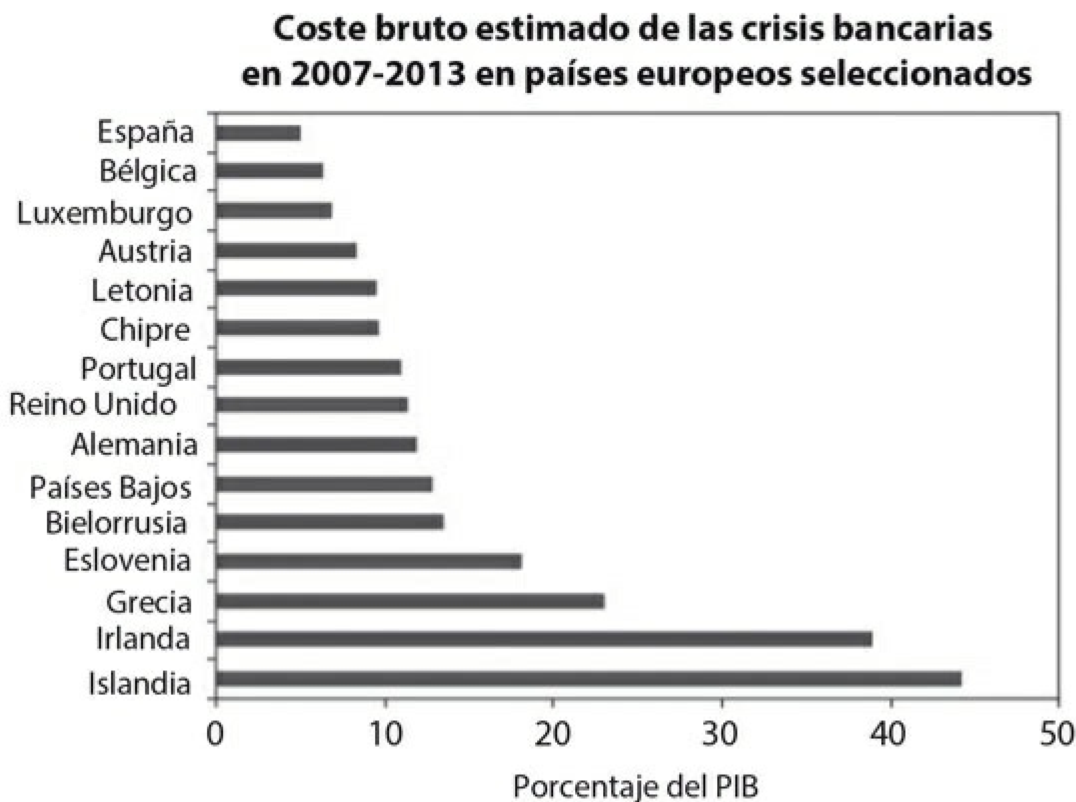


Figura 23. Coste de los rescates en Europa, 2016.
(*Fuente*: Bova.)

Muchos creían que la devaluación sería la solución a años de excesos, pero se olvidaban de los devastadores resultados de las devaluaciones competitivas de las décadas anteriores a la moneda común a las que hemos hecho referencia en capítulos precedentes.

La injusta fama del BCE

Los medios de comunicación y los políticos culparon siempre al BCE por no hacer tanto como la Reserva Federal porque, históricamente, la Unión Europea había negado sus desequilibrios y riesgos tapándolos con más crédito y con la enorme expansión de la política monetaria. ¿Hacer lo mismo que la Reserva Federal? ¡Si Europa había sido el máximo ejemplo de

expansión agresiva durante una década! A finales de 2012, el BCE había comprado bonos de España hasta ser el segundo mayor tenedor de bonos soberanos tras el Fondo de la Seguridad Social, y, con tipos al 1,5 por ciento bajados desde el 4,75 por ciento, se le culpaba de «falta de apoyo».

Sin embargo, en 2013, el balance de la Reserva Federal era muy parecido al del BCE, con 3,5 billones de dólares. El BCE había aumentado su balance en 1,5 billones de dólares en cuatro años, incluyendo 218.000 millones de euros en la adquisición de bonos soberanos.

El BNP publicó en 2013 un informe muy revelador titulado «Bigger than QE» (Mayor que el QE)[182] que demostraba cómo la política del BCE había inundado de crédito el sistema mucho más que la Reserva Federal, y los principales beneficiarios de esta política fueron Italia y España, dos de los países que más se quejaban de la «inacción» del BCE. Con todo, los datos son incuestionables: la masa monetaria (M3) alcanzó la cifra máxima de 9,7 billones de euros en enero de 2013, lo que contrasta con una media de 0,33 billones de 1980 a 2012, según datos del BCE. Casi la totalidad de ese aumento de masa monetaria se destinó a una sola partida presupuestaria: «crédito a las administraciones públicas».

Sorprendentemente, el BCE había sido tan agresivo como la Reserva Federal, sólo que en silencio. Y ése fue el problema de los participantes en el mercado, esto es, la ausencia de grandes anuncios, que habrían impulsado los mercados haciendo que subiesen de nuevo.

Toda la liquidez había sido absorbida entre los gobiernos hipertrofiados y los bancos mediante la compra de deuda soberana, pero muy poca por parte de las empresas y las familias, mientras el desapalancamiento continuaba.

El problema del mecanismo de transmisión que impedía que la liquidez llegase a la economía real se debía en parte a un involuntario incentivo perverso en la propia regulación, ya que la deuda soberana se consideraba sin riesgo, mientras que los créditos a las empresas y a las familias estaban penalizados con mayores requisitos de capital. No era culpa ni de Alemania ni del Bundesbank, que tenía dos terceras partes de su balance expuesto al BCE, lo cual hacía difícil de creer que hubiese interés en que las cosas empeoraran. Pero el BCE, Alemania o el Bundesbank no podían quedarse de

manos cruzadas y mantener economías insostenibles sin llevar a cabo reformas.

Hay incentivos perversos para proporcionar infinita liquidez a los países que juegan a llegar al límite sin aplicar reformas, esperan ser sistémicos, consiguen ser rescatados y siguen adelante sin modificar sus enormes estructuras estatales, eso sí, usando el talonario de cheques de otros.

La Unión Europea se construyó sobre la base de la solidaridad, pero una cosa es la solidaridad y otra la donación, especialmente cuando la deuda de los países del norte no era baja. Con una proporción deuda/PIB del 80 por ciento y con sus propios problemas bancarios, doblar la apuesta en el gasto en los países periféricos habría sido un suicidio en vista de los desastrosos resultados del anterior «estímulo» en 2007-2011.

Grecia. El ejemplo de lo que no hay que hacer

—A ver, Jaimito, ¿capital de Grecia?
—Veinte euros.

CHISTE ANÓNIMO

El drama griego se desarrolló y puso bajo presión a los mercados europeos a lo largo del período comprendido entre 2008 y 2016. Pero el auténtico drama es que ninguna de las medidas anunciadas por las diferentes partes solucionó los problemas reales de Grecia.

No, no fueron ni el euro ni los planes de austeridad los que menoscabaron la economía griega, y tampoco lo fue el coste del vencimiento de la deuda. Grecia pagaba menos del 2,6 por ciento del PIB en intereses y sus bonos tenían un vencimiento medio de 16,5 años.[183] De hecho, Grecia ya disfrutaba de unas condiciones de deuda mucho mejores que las de cualquier reestructuración soberana de la historia reciente.

Por otro lado, el problema de Grecia tampoco es un problema de solidaridad. Grecia recibió el equivalente al 214 por ciento de su PIB en ayudas de la eurozona, diez veces más, en relación con el PIB, que Alemania

después de la segunda guerra mundial.[184]

Lo que sí ha sido siempre un problema para Grecia es la falta de competitividad y las trabas burocráticas a la hora de crear empresas y empleos. Grecia ocupa el puesto 81 del Índice de Competitividad Global 2015, en comparación con España (35), Portugal (36) o Italia (49). De hecho, tiene el nivel de competitividad de Argelia o Irán, no el de un país de la OCDE. Por si esto fuera poco, posee uno de los peores sistemas fiscales y limita la creación de empleos con una combinación de fiscalidad agresiva a las pymes y una burocracia excesiva. Grecia se sitúa entre los países más pobres de la OCDE en cuanto a facilidad de creación de empresas (Doing Business, Banco Mundial, 2015), en el puesto 61, muy por debajo de España, Italia o Portugal.

El déficit medio anual de Grecia en la década previa a su entrada en el euro ya era superior al 6 por ciento y, durante ese período, siguió creciendo considerablemente por debajo de la media de los países de la Unión Europea y de la Europa periférica.

Entre 1976 y 2012, el número de funcionarios públicos se multiplicó por tres, mientras que la mano de obra del sector privado creció solamente un 25 por ciento. Esto, sumado a más de 70 empresas públicas deficitarias y a una cifra de gasto público en proporción al PIB del 49 por ciento de media desde 2004, es el verdadero drama de Grecia; un drama que no se solucionará fácilmente.

La crisis griega no llegará a su fin subiendo los impuestos a las empresas ni realizando pequeños ajustes en un sistema de pensiones que sigue siendo obsoleto, a mucha distancia de los de otros países europeos. Un «único impuesto» del 12 por ciento a las empresas que generan beneficios de más de 500.000 euros paralizó la creación de empleos e incentivó el fraude fiscal.

La ineficacia de los diferentes gobiernos griegos y de las propuestas de la troika radica en que éstos nunca abordan la competitividad ni contribuyen a la creación de empleo, sino que simplemente se dedican a hacer el agujero más profundo subiendo los impuestos y permitiendo que continúe el despilfarro.

Desde una perspectiva de mercado, no cabe duda de que el riesgo, con el

apoyo del BCE, se mitigó, pero no por ello dejó de existir. Menos del 15 por ciento de la deuda griega de 2016 estaba en manos de inversores privados, y la mayor parte de ésta correspondía al FMI, el BCE y países de la Unión Europea. Así pues, la más afectada por el impago de Grecia fue Alemania, que posee bonos de la República Helénica equivalentes al 2,4 por ciento de su PIB, y España, con un 2,8 por ciento del PIB.

El principal riesgo para la eurozona es que haya un prolongado período sin soluciones. No que Grecia abandone la eurozona, sino que se produzca un «lastre griego», es decir, que la economía se frene durante meses con intentos a medias de solucionar la crisis de competitividad.

Alemania, ¿la malvada? La falacia de estimular la demanda interna

Recuerdo haber escuchado en un programa de televisión a un dirigente político español decir que si Alemania aceptase aumentar la inflación, en España no habría paro. Uno escucha cosas como ésas y se lleva las manos a la cabeza. Pero es aún más preocupante que varios políticos mencionen el superávit comercial de Alemania como un problema. Volvemos a la gran trampa, la defensa de los desequilibrios como solución a problemas estructurales.

Como sabes, el superávit comercial se genera cuando un país vende al extranjero más de lo que compra. El argumento de los inflacionistas es que eso significa que el país no importa lo suficiente y que si todo el mundo hace lo mismo, entonces se generará una recesión. Sin embargo, esto es una auténtica mentira.

Te lo explicaré de manera sencilla: si exportas bienes de alto valor añadido e importas bienes y servicios para producir parte de ellos, y si todos los países hacen lo mismo, no sólo aumenta la productividad, sino que no tiene un efecto negativo para el mundo. La idea de que el superávit comercial es malo es tan falsa como la idea de que un pequeño déficit comercial es

negativo, y no deja de ser una visión parcial, localista, del comercio global. La falacia de que el superávit comercial alemán —o cualquier otro— es un problema parte de la visión de que los agentes económicos están equivocados y un grupo de burócratas sí que sabe cuánto se debe importar.

Nadie ha sufrido nunca por vender más de lo que compra cuando, además, lo que compra crece cada año. En el caso de Alemania, no exporta mucho porque hunda los precios o porque no exista demanda interna, lo hace por calidad, valor añadido y tecnología. La mayoría de sus productos vendidos al exterior no son más baratos ni de descuento por volumen. Por lo tanto, la parte de las exportaciones no es una anomalía por intervencionismo o «dumping».

Vayamos a las importaciones. ¿Son bajas las importaciones de Alemania? Para nada. Alemania no sufre una falta de capacidad industrial ni déficit en infraestructuras o en suministro a sus consumidores y empresas. La idea de que las importaciones de Alemania son bajas es simplemente incorrecta. ¿De verdad alguien piensa que las empresas y agentes económicos alemanes no importan más para fastidiar? No existe ningún indicador económico ni de demanda que nos muestre que los consumidores o empresas alemanes estén dejando de satisfacer ninguna de sus necesidades y, por ello, sus importaciones sean anormalmente bajas. A menos que lo que queramos es exportar nuestros desequilibrios a Alemania, y que ese país los adopte.

Alemania es el tercer mayor importador global y sus compras al exterior han aumentado un 6,1 por ciento anual en los últimos cinco años, y no muestra ninguna señal de déficit en necesidades de gasto ni de importación. Más bien al contrario. Por otro lado, mantiene una alta utilización industrial, que se ha elevado de un 70,9 por ciento en 2009 al 86 por ciento actual. Tampoco existe un sólo indicador de gasto público que indique falta de consumo: el gasto público alemán ha crecido y está a nivel máximo, casi histórico, y se estima que seguirá aumentando, manteniendo el correcto objetivo de no incrementar una deuda que, en cualquier caso, no es pequeña (más del 71 por ciento del PIB).

La inversión privada estaba ya en 2017 por encima de los niveles precrisis, crece desde 2009 y sigue siendo exactamente la que las empresas

necesitan de acuerdo con las expectativas de crecimiento y oportunidades que ven. Ni más ni menos. La presunción de que un grupo de burócratas y políticos sabe mejor que esas empresas —que son líderes globales por algo— sobre dónde, cuánto y cómo invertir es simplemente hilarante. La idea de que la inversión debe aumentar porque lo dice un comité no tiene en cuenta que, antes de la crisis, Alemania se había embarcado en una enorme carrera inversora. El error de criticar la inversión privada alemana es pensar que el período 2004-2009 debe perpetuarse eternamente. En cualquier caso, no se puede acusar de falta de inversión privada, que ha aumentado hasta recuperar los niveles de antes de la crisis. La inversión pública también ha aumentado a 33.000 millones anuales.

Los que asumen que el superávit comercial de Alemania[185] es una anomalía y un elemento negativo no responden a dos preguntas: ¿Qué saben ellos que no sepan empresas, gobierno y consumidores alemanes sobre sus necesidades de consumo e inversión?, y ¿para qué?

La idea de que si Alemania se dedicara a gastar —aunque no lo necesite — solucionaría los problemas de la Unión Europea es una falacia, porque el exceso de capacidad en el resto de Europa es cercano al 20 por ciento. Si Alemania duplicase su inversión neta en España, supondría menos de 650 millones de euros. Las exportaciones de España a Alemania ya han aumentado a un ritmo del 8 por ciento hasta los 27.088 millones de euros.[186] Pero, sobre todo, es una falacia porque ignora que una gran parte de ese efecto llamada que se daría por un exceso de gasto —innecesario hoy— provocaría una burbuja a corto que pincha después. No podemos asumir que los mismos errores que llevaron a los países periféricos a crear exceso de capacidad y burbujas sean la solución para la situación actual.

La falacia de «estimular la demanda interna» —como si hubiese un solo indicador en Alemania que no mostrase su fortaleza, que no necesita estímulo alguno— ignora tendencias mucho más relevantes, como los excesos en gasto y capacidad del pasado, y la eficiencia y el envejecimiento de la población, con la idea mágica de solucionarlo todo repitiendo los errores de 2004 a 2007.

¿De verdad alguien piensa que Alemania no invierte, importa o consume

lo que necesita? ¿Para qué? ¿Para fastidiar a sus ciudadanos y sus socios comerciales y, además, perder dinero dejando pasar oportunidades de oro? No tiene ningún sentido. No existe un solo indicador que muestre que Alemania esté ahorrando innecesariamente y que no invierta, consuma e importe todo lo que necesita y más. Lo que nos muestra el superávit comercial de Alemania, sus cuentas equilibradas y su posición inversora neta es que el país germano no es el problema, sino que muestra la solución a los desequilibrios de la Unión Europea.

Reducir el superávit comercial de Alemania vía importaciones innecesarias y gastos inútiles sólo nos llevaría al mismo espejismo de la burbuja de 2007, y sus terribles consecuencias. Exigir que China aumente sus desequilibrios para perpetuar los errores cometidos pensando que crecería eternamente al 10 por ciento, y que Alemania invierta y gaste en cosas que no necesita ni en sueños sería un error monumental y, encima, no solucionaría nada. El efecto llamada crearía una burbuja, un espejismo a corto plazo, y un pinchazo inevitable.

Alemania nos muestra que su política es la que permite salir de la gran trampa de manera sólida y evitar los incentivos perversos que, posteriormente, crean un enorme agujero económico, paro y deuda.

España. Un ejemplo de reformas que funcionan

En el mismo sentido, la recuperación española de la peor crisis que se ha producido en décadas ha sido impresionante. En cinco años, 2011-2016, España ha logrado recuperar más de la mitad de los puestos de trabajo perdidos durante una crisis que en un primer momento se negó y posteriormente se vio agravada a causa de la aplicación de políticas equivocadas. Desde entonces, España redujo su déficit fiscal a la mitad y rebajó un déficit comercial peligrosamente alto hasta lograr prácticamente el equilibrio. Las exportaciones aumentaron al 33 por ciento del PIB a pesar de que sus principales socios comerciales estaban pasando por un período de estancamiento o recesión.

El apoyo del BCE, los tipos de interés bajos y la rebaja del precio del petróleo fueron de gran ayuda para la economía española, pero estos mismos factores socorrieron de la misma forma a algunos de sus vecinos europeos, como Italia, Portugal o Grecia, tanto en cuanto a la energía como a los tipos de interés; y sin embargo, ninguno de ellos ha mostrado el crecimiento y la recuperación experimentados por España.

La razón de la diferencia entre unos y otros no es más que la aplicación de una ambiciosa serie de reformas estructurales, alabadas por Mario Draghi como ejemplo que se ha de seguir.[187] La reforma financiera que se ha llevado a cabo contribuyó a cambiar la percepción de riesgo del sistema financiero español; la reforma del mercado laboral ha dado la vuelta a una tendencia al desempleo aparentemente imparable y permitió recuperar empleos y salarios; la moderación del gasto público se ha producido sin reducir el gasto social; y la reforma fiscal que se aplicó en 2015 ha reducido el impuesto de sociedades y el impuesto sobre la renta.

Los desequilibrios que siguen existiendo en la economía española —una deuda pública elevada, un déficit y un índice de desempleo todavía importantes— no se solucionarán con políticas monetarias, sino aprendiendo de las economías que salieron de la crisis reforzadas y con mayor creación de empleo, como el Reino Unido, Irlanda y Alemania. Se solucionarán con políticas de oferta, atrayendo inversión extranjera, poniendo más dinero en las empresas y en los bolsillos de los ciudadanos y mejorando la eficiencia del sector público, manteniendo al mismo tiempo unos servicios sociales fuertes pero sostenibles.

Si algo nos ha demostrado la recuperación española es la falacia de los mantras de la inflación para crear empleo, y la necesidad de una moneda débil para exportar más. Los récords alcanzados con factores externos aparentemente «negativos» no sólo son un ejemplo en sí mismos, sino relativos a cuota de mercado y posición global.

Es fácil ignorar las reformas estructurales y entregarnos a la creencia mágica de que todo se va a solucionar devaluando e imprimiendo. Nuestra historia es la de una Europa que, aprovechando que contaba con economías cerradas, se dedicaba a repetir el supuesto milagro de convertir piedras en pan

con la política monetaria para acabar convirtiendo pan en piedras. La crisis europea no fue una crisis de austeridad, sino de resaca tras los excesos de estímulos, que mencionamos antes. Y, ante la exigencia de los países deficitarios y los bancos, Europa se lanzó a otro plan de estímulos.

El BCE pone en marcha la expansión cuantitativa

El 11 de noviembre de 2011, Mario Draghi inició su mandato como presidente del Banco Central Europeo. Su postura en este cargo ha sido siempre cautelosa respecto a las políticas expansionistas: ha advertido de sus riesgos y ha recordado incansablemente la necesidad de llevar a cabo reformas estructurales y reducciones de impuestos. Así, desde 2015, el BCE ha llevado a cabo un enorme plan de estímulo monetario —compra de activos de más de 60.000 millones de euros al mes y tipos de interés cero— con resultados más que decepcionantes. Sin embargo, igual que sucedió con Trichet antes que él, a Draghi no se le puede criticar por su trabajo, que ha sido ejemplar a la hora de evitar riesgos, poner calma en las épocas de pánico, y recordar a los políticos y a los medios de comunicación con fastidiosa insistencia que «la política monetaria no funciona si no va acompañada de reformas».

El plan de estímulo del BCE ha hecho que su balance supere al de la Reserva Federal.

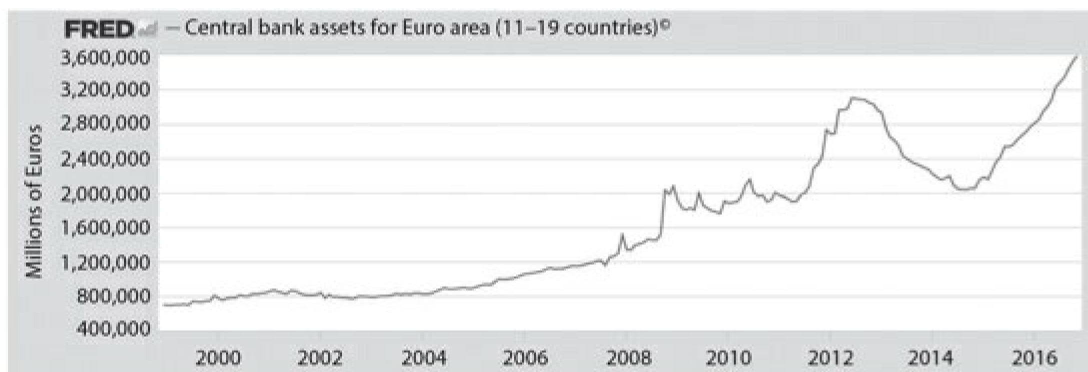


Figura 24. Balance del BCE, todos los activos (2016, FRED).

Antes de eso, el Banco Central Europeo había aplicado la política más lógica de todos los bancos centrales de la OCDE: aprovechando un período de exceso de liquidez para reducir su balance, que se había hinchado de manera desproporcionada entre 2005 y 2011, mantuvo al mismo tiempo el crédito total del sistema. El superávit de liquidez demostró que no se trataba de un problema de estímulo, sino de un exceso de endeudamiento y capacidad.

Mario Draghi ha sido lo suficientemente prudente como para advertir de los errores de los gobiernos al confiar únicamente en la política monetaria y, a la vez, poner a su disposición los instrumentos necesarios para que nadie pudiera acusarle de falta de apoyo.

El Banco Central Europeo empezó comprando hasta 80.000 millones de euros mensuales en activos, con lo que en muchos casos alcanzó la inmensa mayoría de la demanda de algunas emisiones de bonos. Pero, a la vez, el exceso de liquidez aumentó, multiplicándose con la expansión cuantitativa. ¿Qué significa esto? Que toda esa liquidez inyectada en la economía no se convierte en crédito o mayor uso del dinero, porque la demanda de crédito solvente no está, ni de lejos, cerca de los niveles de 80.000-60.000 millones de euros mensuales.

Nadie puede acusar a Draghi de no aplicar las políticas extraordinarias exigidas por los economistas de consenso, los bancos y los medios de comunicación. Lo hizo, y demostró mes tras mes que los problemas de crecimiento no se solucionan con más liquidez, que la inflación no la crea la decisión de un comité y que el banco central no imprime crecimiento.

A finales de 2016, la Unión Europea demostró que, desde 2011, necesitaba dos unidades adicionales de deuda para crear una unidad de PIB. El reto de Draghi era mostrar que el mecanismo de transmisión de la política monetaria funcionaba y que el banco central no tenía la culpa de la escasez de crédito y de crecimiento del PIB. La mejora de los márgenes entre el coste de la deuda de los Estados y las empresas, especialmente las pymes, era

incuestionable, si bien el flujo crediticio seguía siendo moderado, dado que no había una demanda real.

Además, el efecto *crowding out* (desplazamiento, acaparación de crédito por las administraciones públicas en detrimento de los sectores privados), que hizo que los gobiernos absorbiesen prácticamente todo el crédito disponible entre 2011 y 2013, se moderó, con lo que el crecimiento de crédito llegó a los sectores privados no financieros a cerca del 3 por ciento durante su mandato.

Los incentivos perversos

Sin embargo, el mayor reto de Draghi será cómo salir de la política expansionista. Es fácil empezar a comprar miles de millones de bonos, pero si a la Reserva Federal, con el dólar como moneda de reserva mundial, le costó subir los tipos del 0 al 0,25 por ciento, imagina lo complicado que resultará poner fin a una política expansionista en Europa, donde los gobiernos se niegan a reconocer el problema del exceso de gasto y de crecimiento deficiente. Y lo que es peor, en una Europa en la que tres de cada cuatro partidos políticos creen que la solución a un problema de exceso de deuda y de gasto es gastar más y endeudarse. El trabajo del BCE va a ser muy duro. Por eso, Mario Draghi repetía siempre las mismas palabras: «La política del BCE seguirá siendo acomodaticia tanto tiempo como sea necesario, pero no puede sustituir la inacción de los gobiernos ni la de los bancos infracapitalizados». Y tenía razón. La política monetaria no puede sustituir las ineficiencias. La construcción de la Unión Europea no puede hacerse con los mismos errores del pasado, ya que el efecto dominó del riesgo sistémico hace que Europa sea más débil y esté más endeudada.

A pesar de los mensajes del presidente del BCE, los incentivos perversos siguen existiendo. El hecho de que los bancos refinancien incesantemente sus préstamos más problemáticos debido a los tipos bajos y a la elevada liquidez significa que la cifra de préstamos de difícil cobro no se reduce (900.000 millones de euros a finales de 2016), lo cual conduce a nuevas crisis bancarias como las experimentadas en Portugal e Italia después de Chipre y

Grecia.

No es una casualidad que, «a pesar» de la política expansiva, se hayan acelerado las quiebras bancarias en países como Portugal, Italia o España. A finales de junio de 2017, se producía la liquidación o la quiebra de más de seis bancos de tamaño relevante.

Que los gobiernos se acostumbren a condiciones extremadamente favorables pero artificiales significa que los políticos exijan más gasto, y los déficits, aunque disminuyan, sigan siendo elevados, con unas necesidades de refinanciación que superan el billón de euros al año en 2017 y 2018.[188]

Los países que no han experimentado claras mejorías en su situación financiera y han aumentado su deuda están, en cambio, emitiendo deuda a los tipos más bajos de la historia. Como hemos comentado, esta política consistente en ignorar el riesgo y aumentar los desequilibrios cuando los tipos son bajos y hay disponibilidad de crédito lleva a crisis crónicas de la deuda soberana.[189]

Los gobiernos deben ser conscientes de que existe un verdadero riesgo de shock, ya que el banco central está adquiriendo entre el 50 y el 70 por ciento de toda la deuda que están emitiendo, y no está en absoluto claro que un comprador marginal vaya a entrar en escena para adquirir deuda a tipos así de bajos si el banco central pone fin a su programa de flexibilización.

La plena monetización de la deuda es un suicidio

La monetización de la deuda tiene un efecto dominó: insta a los inversores extranjeros y locales a vender moneda local cuando los gobiernos aumentan agresivamente la masa monetaria en un intento por cubrir los gastos en constante aumento del sector público, lo cual provoca un estallido desproporcionado de la inflación. A su vez, la inflación descontrolada menoscaba la capacidad de las empresas de vender sus bienes y servicios porque se reducen los márgenes y no pueden subir los precios al ritmo de la

inflación, y porque los salarios reales de los ciudadanos no aumentan proporcionalmente a la mencionada inflación, por lo que el poder adquisitivo se desploma.

Las importaciones y la producción se vuelven más caras y, en muchos casos, los vendedores no aceptarán la moneda local debido a su volatilidad y constante devaluación, lo que provoca una pérdida de las reservas de divisas del banco central que, a su vez, provoca una mayor devaluación, ya que la nueva moneda emitida es incapaz de cubrir las necesidades del país en términos reales. Por eso es una locura pensar que monetizar es la solución; al contrario, se trata simplemente de empobrecer a todos. La deuda se puede pagar con crecimiento y mejoras de la productividad. La monetización es un impago nacional que emplea los ahorros y la renta de todos.

Hay una línea muy fina entre la credibilidad del banco central y el uso de una moneda como medio de transacción creíble. El euro se usa en menos del 20 por ciento de las transacciones mundiales, y su posición como moneda de reserva, su valor para el mundo, no lo decide un comité.

Quienes defienden la plena monetización saben que es devastadora para las familias y para el sector privado, pero, como hicieron los monetaristas de Argentina y Venezuela, están dispuestos a aceptar esos perjuicios porque, a cambio, el poder del sector público aumenta espectacularmente, si bien en una economía mucho más pequeña y menos productiva. Por eso, los bancos centrales que llevan a cabo políticas expansionistas y, al mismo tiempo, operan en economías sólidas tienen siempre en mente la importancia de un mercado secundario potente e inyectan capital como un método impulsor clave. Es decir, un banco central de un país sólido mantiene siempre la vista muy enfocada a un mercado financiero que apoye esa política y al valor real de la moneda en el mundo. Un banco central serio pone como pilar de su política seguir siendo reserva de valor y mantener la confianza de los agentes económicos intacta. Por el contrario, un banco central que emite una moneda que nadie acepta como medio de pago es igual de eficaz que una empresa que crea un producto para el que no hay demanda. En pocas palabras, una receta para la quiebra.

El efecto aspirador

Es por ello que la política monetaria sólo debe ser una ayuda para poner en orden los presupuestos y acelerar el cumplimiento de los objetivos y la reducción de déficit para posteriormente reducir la deuda total. No sólo ante la evidencia de que la época de los tipos bajos y el gas de la risa monetario del BCE se acercan a su fin, sino ante la evidencia de que se pone en peligro el Estado de Bienestar si se sigue penalizando al eficiente para subvencionar al improductivo.

Si España, que ha reducido enormemente sus desequilibrios y está en la senda del crecimiento, no se pone como objetivo principal reducir significativamente la deuda ante las subidas de tipos, volveremos a entrar en un riesgo importante. Los que exigen «relajar el déficit» no sólo son imprudentes, son peligrosos.

La Reserva Federal anunció tres subidas de tipos en 2017 y otras tres en 2018, con una reducción del balance de 600.000 millones de dólares (420.000 millones en bonos estatales y 180.000 en activos ligados a hipotecas). Lo que preocupa al consenso es que entre 2017 y 2018 la composición de los miembros de la Reserva Federal va a cambiar a una mayoría que defiende el *sound money*, es decir, acabar con el asalto al ahorrador y la clase media que supone el aumento masivo de la masa monetaria y los tipos ultrabajos.

Recordemos que, en los últimos ocho años, la política fiscal en Estados Unidos ha aumentado impuestos en 1,5 billones de dólares y destruido una cifra muy similar en el valor y poder adquisitivo de la principal fuente de riqueza de sus ciudadanos: los depósitos, la mayor transferencia de renta de la clase media hacia el gobierno en cincuenta años.

Ante el final de esa política de «empobrecer al vecino», en Europa, Mario Draghi anunciaba que los mal llamados estímulos pueden mantenerse. Pero eso tiene un problema. La Reserva Federal ya estaba casi 300 puntos básicos por detrás de la curva en junio de 2017, es decir, tenía que haber subido los tipos mucho más porque la inflación refleja un entorno que no concuerda con los tipos tan bajos. «Estar por detrás de la curva» hace referencia a que los

tipos del banco central están por debajo de las expectativas que refleja el mercado de bonos utilizando la inflación como baremo. Por lo tanto, si el BCE continúa con su política monetaria mientras se acelera la normalización en Estados Unidos, el riesgo del efecto aspirador se multiplica.

Ya hemos comentado el «efecto aspirador» en el capítulo dedicado a la parada en seco de emergentes: la oferta de dólares mundial se contrae mientras la demanda sube, lo que genera salidas de capitales en los países que no poseen moneda de reserva global. Ese efecto aspirador, añadido a la repatriación de dólares de las empresas estadounidenses, puede suponer un gran riesgo para la Unión Europea. Con más de 1,2 billones de euros de exceso de liquidez en el BCE, a la Unión Europea le ocurriría lo contrario: la oferta de euros sería muy superior a la demanda. Si eso ocurriera, la confianza internacional en los activos de riesgo en euros y las emisiones de deuda perderían su atractivo y, si además coincide con un deterioro de los indicadores de solvencia —déficit, emisiones netas, pago de intereses sobre PIB—, puede ser un riesgo muy relevante que debemos valorar. De ahí la importancia de mantener un sólido superávit comercial en la eurozona, que afianza la confianza en el euro, y continuar avanzando en reducir desequilibrios, deuda, y mejorar empleo y productividad.

Recordemos que la inmensa mayoría de las transacciones comerciales globales se hacen en dólares. El euro todavía se emplea muy poco internacionalmente (menos del 20 por ciento de las transacciones, según el BIS). El porcentaje de transacciones globales en dólares no sólo es enorme, sino que ha aumentado recientemente a un 87,6 por ciento del total, y en el mismo período, desde 2008 a 2016, las transacciones en euros han caído ocho puntos. No es una casualidad que ese desplome en el uso del euro en transacciones globales, acelerado desde 2013, coincida con la mal llamada «expansión» monetaria.

El riesgo es que no sólo el euro pierde relevancia en el comercio global, sino que no existe el supuesto efecto placebo exportador. El crecimiento de las exportaciones no comunitarias de la Unión Europea ha empeorado. Y, la realidad es que si Estados Unidos pone —por fin— la política de defender el valor del dinero y los ahorros de sus ciudadanos en el centro de sus intereses,

puede generar enormes incertidumbres a un euro que se usa menos fuera de Europa.

Casi todos los gobiernos y parlamentos de los países europeos están liderados por el pensamiento único de que hay que copiar a Japón y su inútil política de tipos reales negativos y exceso de liquidez, a pesar de la evidencia del estancamiento que ello genera. Pero es que, además, Japón posee un enorme ahorro en divisas y una envidiable balanza financiera. Por el contrario, la Unión Europea no.

Por lo tanto, que el BCE se resista a subir los tipos, cuando es una urgencia ante la inflación de activos financieros, y a reducir las recompras de activos, cuando tiene un enorme exceso de liquidez excesiva, son enormes riesgos en una economía global donde el euro corre el riesgo de ser una anécdota. Si esto es un riesgo para una moneda fuerte y respaldada por grandes potencias, como el euro, imagina lo que sería para monedas sin respaldo de un país débil como quieren los populistas. Un desastre.

Si nos preparamos para el invierno, el impacto será muy bajo. Si pensamos que la barra libre de exceso monetario no va a tener consecuencias demasiado importantes y que hay que fortalecerse antes de que se acabe, el efecto negativo será grave.

España. La deuda sí importa, incluso con tipos bajos

El entorno actual de bajísimos tipos de interés y alta liquidez esconde el riesgo que supone gastar mucho más de lo que se ingresa, pero sobre todo disfraza el riesgo de disponer de unas estimaciones presupuestarias tan equivocadas ante un entorno en el que se normalice la política monetaria. Errores evidentes de presupuesto, con estimaciones de ingresos equivocadas, a pesar del crecimiento y creación de empleo, son factores que disparan las primas de riesgo y multiplican la desconfianza de los inversores cuando se busca emitir bonos en el mercado secundario. Los tipos bajos no son un

cheque en blanco, son una oportunidad para hacer los deberes y prepararse para cuando suban.

En España, en 2016, la carga de intereses sólo aporta 2,8 puntos porcentuales del PIB a la deuda, es decir, tres décimas del PIB menos que en 2015. Ese enorme ahorro en términos de costes financieros se explica por la reducción de la deuda con respecto al PIB, ligerísima, de 99,8 a 99,4 por ciento, pero sobre todo por la política correcta del Tesoro de extender la madurez de los vencimientos de la deuda aprovechando los tipos de interés bajos. Y nos explica también que es erróneo lo que nos dicen tantos redistribuidores de la nada, que «hay que relajar la reducción del déficit», pues, a pesar de la caída de los costes medios de la deuda, gastamos lo mismo.

En 2011, el coste medio de la deuda era cercano al 4 por ciento y en 2016 del 2,6 por ciento; sin embargo, el gasto por intereses no se reduce, y se situaba en 32.000 millones de euros a pesar de que el Banco Central Europeo ya acumulaba más del 25 por ciento del PIB de la eurozona en su balance. Recordemos que «relajar el déficit» es aumentar la deuda, aunque se desacelere el ritmo. No podemos pensar que lo que se ha sido incapaz de conseguir con la mayor bajada del coste medio de dicha deuda en años se va a lograr elevando el riesgo y aumentando el déficit con el cuento de que «en cinco años» lo bajas. Porque se habrá aumentado mucho más el stock de deuda.

La deuda pública de España crecía a un 100,4 por ciento del PIB en mayo de 2017, pero se debe resaltar que las emisiones de deuda netas del país se han reducido de 96.600 millones de euros en 2012 a casi 35.000 millones en 2016, y se espera que vuelvan a reducirse en 2017. Sólo Irlanda y Alemania, en la Unión Europea, han conseguido disminuir esas emisiones netas más rápido que España. Y ellos han aplicado austeridad real.

No es cierto, por otro lado, que el aumento de la deuda pública registrado por España sea una circunstancia única en el mundo, ni siquiera es mayor que otros. Según el BIS, se ha producido un aumento de 40 puntos porcentuales del PIB en diez años, liderado precisamente por países que no han llevado a cabo ninguna austeridad, como China o Canadá. Tampoco es, como dicen

ciertos populistas, que sea por la austeridad. Eso tiene que ser una broma. Para que te hagas una idea, si no se hubieran llevado a cabo las reformas y ajustes de 2011, en 2016 —asumiendo lo que ha ocurrido en otros países de la eurozona—, los costes anuales de la deuda serían más de 10.000 millones de euros superiores, por mayor deuda y mayor coste, según mis cálculos. La deuda importa, y el riesgo acumulado en los tiempos de bonanza siempre implica más recortes y más impuestos cuando cambia el ciclo.

Es curioso, o un síntoma de demagogia partidista, que los mismos que exigen que se relaje el déficit —más deuda— se indignen porque sube la deuda, y que propongan, para reducirla, volver a gastar en elefantes blancos y tirar de déficit, para luego fallar.

Los falsos multiplicadores del gasto público han probado —de nuevo— ser entelequias. El aumento de deuda pública, desde Estados Unidos a China y en los países emergentes que se han lanzado a «gastar para crecer», supera en mucho el crecimiento del PIB real, ya desde 2006. La conclusión es que los multiplicadores son muy bajos o negativos en economías abiertas y endeudadas, precisamente porque vienen de excesos previos creados por esos mismos planes de «estímulo».

La realidad es que el incentivo perverso de gastar el dinero de los demás para cubrir los excesos del pasado genera una creciente asignación de capital a los sectores de baja productividad y al gasto corriente que se financia con mayores impuestos a las clases medias y a los sectores de alta productividad. Las mal llamadas políticas expansivas se convierten en una enorme transferencia de renta de los sectores productivos a los improductivos y, como no podía ser de otra manera, el crecimiento potencial se cercena y se incumplen los objetivos. Con ello, se pone en peligro la capacidad de financiación de la economía y se termina en una crisis. Por eso, los shocks de deuda ocurren no tan sólo por su elevado endeudamiento ni porque se produzcan en países con deudas públicas ópticamente bajas (pensemos en Brasil), sino sobre todo por el deterioro continuado de sus cuentas públicas. De ahí, con todas las críticas legítimas, la importancia de haber reducido de una manera tan importante los desequilibrios en España, a pesar de no contar ni con el mantra de la inflación ni un crecimiento global potente.

Es por ello que es tan importante reducir el déficit y cercenar la deuda cuando los tipos son bajos. Porque incluso si baja el coste medio, nos cuesta más en intereses acumulados, y porque los que defienden la irresponsabilidad presupuestaria ponen en peligro lo que fingen defender —el sector público— poniendo los cimientos de otro shock de deuda.

Desafíos futuros

La política más peligrosa de todas es aquella que aumenta los déficits en un entorno de tipos bajos, pues no se genera el crecimiento esperado ni se está preparado para futuras subidas de los tipos. El problema es que el desfase entre gastos e ingresos o bien se cubre con impuestos más elevados, una crisis financiera, o bien con una inflación que destruye el poder adquisitivo de los ciudadanos y, con ello, el potencial de crecimiento.

Al estudiar el riesgo de la deuda, debemos analizar dos variables: stock y flujo. Si se mantiene la confianza en nuestra solvencia y se introducen mejoras estructurales que favorezcan una economía más sólida y competitiva, el stock —la cantidad total de deuda emitida— no se encontrará en riesgo. Y si los precios de los bienes y los servicios aumentan debido a una mejora del consumo y la productividad, tampoco ocurrirá.

Si los inversores cuestionan la capacidad para pagar los vencimientos de la deuda y los precios suben únicamente a causa de la intervención monetaria, que crea estanflación, el riesgo de liquidación del stock de la deuda es enorme, pues se disparan las primas de riesgo y se venden los bonos emitidos, lo cual creará un shock de deuda. Por eso, el flujo de nuevas emisiones es muy importante. Los países de la Unión Europea han realizado un gran trabajo en la mejora de la vida media de su deuda, pues han reducido al mismo tiempo sus necesidades netas de financiación. No obstante, pero eso no es suficiente teniendo en cuenta los grandes desequilibrios a los que se enfrentan.

Si los países aumentan de nuevo las necesidades de financiación anuales incrementando el déficit, ponen en riesgo no sólo su capacidad de

financiación, sino el coste de ésta, incluso con la ayuda del BCE. Un caso claro es el de Portugal, que recibe el mismo apoyo del BCE que otros países y, sin embargo, su prima de riesgo es casi tres veces superior a la española. [190]

Cualquier país debería prestar atención al riesgo que supone la acumulación de deuda. El hecho de que —por ahora— no suceda nada no impedirá que entrar en una espiral de déficit genere muchos más recortes cuando los tipos suban. Si volvemos a las políticas de 2010, Europa se lanzará a una crisis.

Sigue habiendo muchos riesgos como consecuencia de una política monetaria agresiva, pero hay que elogiar al BCE como mínimo por mencionar constantemente el riesgo de burbujas y advertir de forma repetida de la necesidad de reformas estructurales para impulsar el crecimiento. El BCE demuestra cómo un banco central puede aprender de sus errores y ser de ayuda en circunstancias de riesgo inesperado, pero también demuestra que, una vez puesta en marcha, los incentivos perversos de la política monetaria aparecen como hongos en un bosque, y lo que se lanza como «medida excepcional» se convierte en perpetuo porque los poderes políticos rechazan hacer cambios. A su vez, el BCE nos muestra que debe avanzar rápidamente y con urgencia en la mejora de su credibilidad mediante previsiones más conservadoras y realistas, lo que implica prestar menos atención a los mercados financieros.

Capítulo 7

«Zombificación» de la economía… Repetimos

> Tal vez todo forme parte de un plan, seguiré cometiendo los mismos errores esperando que lo entiendas.
>
> ED SHEERAN

La inmensa mayoría de los errores de política monetaria se deben a la insistente negación de los problemas estructurales que se producen o a tratar de resolver éstos enmascarándolos con desequilibrios mayores. Imagina a un fontanero que intenta arreglar una gotera pintando las paredes y cortando el césped del jardín. La casa parece muy bonita, pero la gotera sigue ahí, ¿verdad?

Otro de los errores de la política monetaria consiste en asumir que la falta de liquidez y de crédito es lo que provoca una recesión, y no los excesos del pasado. O, peor aún, que décadas de estímulos y planes industriales no han funcionado por falta de estímulos y planes industriales. «Problema de demanda agregada», lo llaman.

Estimular la demanda agregada no deja de ser crear un incentivo artificial, muy parecido a una subvención, con la esperanza de que su efecto negativo se compense con mayor crecimiento. Cuando ese crecimiento no se da, el

aumento de deuda y desequilibrios se achaca a… «falta de demanda agregada». ¿No es genial? Imagina a un alcohólico que va al médico y le explica lo mal que se encuentra cuando está sobrio y el médico le receta un cóctel a base de vodka y unas cuantas cervezas. Ese famoso «quitar la resaca tomando una cerveza», que nos decía algún amigo cuando éramos adolescentes. Vamos, seguir borracho. Los mantras repetidos por el consenso keynesiano simplemente no funcionan. Y, eso, por desgracia, no es ningún chiste.

«La devaluación impulsa la competitividad y las exportaciones.» Con más de veinte bancos centrales que aplican una política de «empobrecer al vecino», esto es, que tratan de devaluar sus monedas para exportar más, se ha estancado el crecimiento del comercio mundial.[191] En la eurozona, las exportaciones no comunitarias crecen menos que cuando el euro era «demasiado caro», justo en el momento en el que se pusieron en marcha las políticas de devaluación.

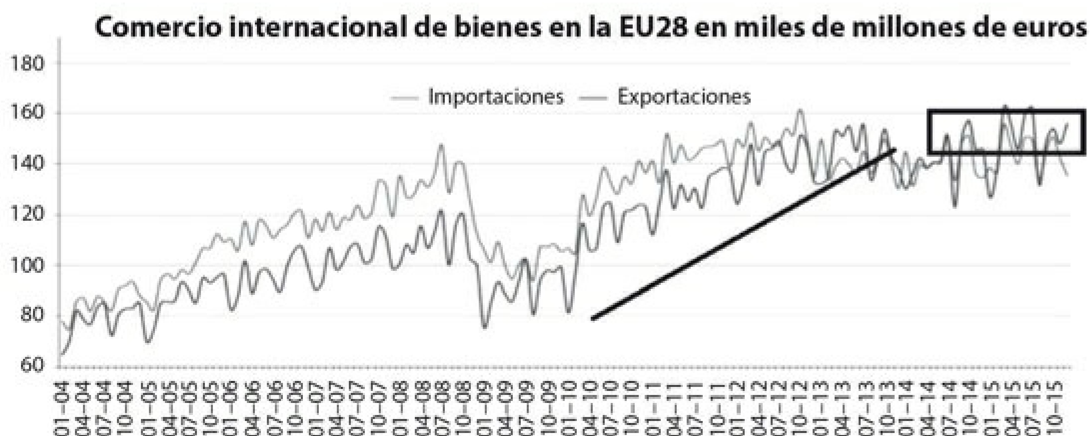


Figura 25. Comercio internacional en la zona euro antes y después de la expansión cuantitativa.
(*Fuente*: Eurostat.)

Está claro que se trata de un problema global, al que, desde 2008, se une un aumento de las medidas proteccionistas, provocadas por las políticas anticomercio de Estados Unidos, Rusia o China, entre otros, según datos del

Geopolitical Intelligence Service de 2016. El estancamiento del comercio mundial, no obstante, tiene ramificaciones más importantes.

Parte del aumento de las medidas proteccionistas se debe precisamente a las acusaciones mutuas de manipulación de la moneda. Incluso entre países que no incrementaron las barreras al comercio, las exportaciones no mejoraron con la debilitación de la moneda. Y ningún país se ha hundido jamás como consecuencia de una moneda fuerte, sin embargo, muchos lo han hecho por tener una débil.

Guerras de divisas. Nadie gana

> Los que defienden la devaluación defienden la destrucción de los salarios reales y la calidad de vida de todos los miembros de la clase obrera.
>
> JAMES CALLAGHAN

¿Quién se escapa de una devaluación? Los ricos, que pueden comprar dólares, oro, acciones y fondos fuera del país. Y los gobiernos, que compensan la subida de costes con subidas de impuestos a todos. ¿Quién sufre la devaluación? Tú y yo. Cuando te dicen que «la devaluación interna» (reducir salarios tras una crisis) es peor que una «devaluación externa», nadie te habla de la inflación. En una devaluación interna, los salarios bajan pero los precios también, y al mantenerse el valor de la moneda respecto a otras, la riqueza total de las familias no sufre, y su renta disponible y su capacidad de compra, si caen, lo hacen muy ligeramente.

En una devaluación externa (de la moneda) —y tanto los españoles como los argentinos deberían recordarlo cada día porque lo han vivido—, caen los salarios reales y nominales, se destruye el valor de los depósitos —la riqueza — y, encima, los precios suben más, y cae la renta disponible, así como el poder adquisitivo. La «esperanza» es que esa devaluación genere un crecimiento posterior, y lo compense, pero los desfavorecidos siempre son las clases medias y los pobres. Es como subir una escalera y que, cada cierto

tiempo, el banco central te ponga una zancadilla. Caes varios escalones, y encima te cuesta más subir porque te duelen los huesos.

> La guerra de divisas es la que todo país hace y todo el mundo niega.
>
> ANÓNIMO

Una guerra de divisas tiene lugar cuando la política explícita de los bancos centrales es devaluar a toda costa y, a su vez, las naciones competidoras que siguen esta misma estrategia enseguida.

La devaluación. Parece una gran idea: «mejora» la competitividad, la deuda «desaparece» a medida que la moneda en la que está denominada pierde valor, y todo empieza de nuevo. Salvo que no es así como funciona el asunto. Porque lo que pasa en realidad es que los factores fundamentales de la economía no cambian y la credibilidad de los gobiernos y del sistema financiero se desploma, con lo que se destruye la economía. Estamos ante un esquema piramidal que no funciona sin confianza.

Desde 2010, la mayoría de los bancos centrales asiáticos y de países de la OCDE han puesto en marcha algún tipo de plan agresivo de manipulación monetaria: han aumentado la masa monetaria, vendido moneda, han bajado los tipos de interés… Y en esta carrera hacia una meta «cero», cuando dan el pistoletazo de salida, ya es difícil parar. Se calcula que desde 2013 los bancos centrales han ampliado su balance un 15 por ciento anual.

Las consecuencias de una guerra de divisas son importantes. Uno de sus efectos es la búsqueda de rentabilidad a toda costa por parte de los inversores con el fin de compensar el temor a la pérdida del valor del dinero. Es decir, aceptan menos interés por mayor riesgo, y los que pueden escapan de la devaluación refugiándose en activos líquidos y que compensen la inflación.

Por otro lado, el desempleo no mejora en términos reales y las condiciones laborales empeoran, porque la carestía aumenta y el poder adquisitivo de los asalariados se deteriora. Todavía me asombra leer que algunas personas creen que monetizar la deuda crea empleo. El desempleo se reduce en el momento en el que la actividad económica se recupera, cuando

vemos una inversión privada realmente productiva. Cuando creamos una burbuja monetaria, el efecto es contraproducente, porque el dinero se invierte en activos financieros a corto plazo y las inversiones reales se reducen. El empleo creado con ese efecto placebo se destruye con la misma facilidad, posteriormente, pero con mayor virulencia, porque los desequilibrios han aumentado.

Los bancos centrales penalizan a los inversores por ser conservadores, y éstos, a su vez, no ponen el dinero a trabajar en inversiones productivas a quince años, y menos aún en activos reales, hasta que encuentren un entorno seguro y oportunidades de crecimiento. El dinero se dirige hacia donde los bancos centrales van a respaldarlo hasta la derrota final: los activos financieros de riesgo. Y la inflación que esos bancos centrales quieren crear se genera en esos activos financieros, es decir, donde va el exceso de dinero: los bonos del Estado. Mientras tanto, las condiciones laborales no mejoran y los salarios reales se estancan, lo cual envía la preocupante señal de un nivel de desempleo que puede parecer bajo, pero en una situación en la que los ciudadanos se tienen que esforzar cada vez más por llegar a fin de mes, es decir, se destruye la clase media.[192]

Como hay menos seguridad laboral porque las empresas son incapaces de encontrar un entorno estable a largo plazo, la renta disponible cae debido a que los salarios reales no suben, pero los impuestos sí lo hacen.

> La devaluación de la moneda es simplemente una transferencia de la riqueza de todos los ciudadanos de una nación a industrias favorecidas políticamente, por lo general industrias exportadoras. No es algo diferente a subvencionar a un fabricante nacional. La subvención la pagan todos los ciudadanos del país subvencionador, no los extranjeros que compran el producto subvencionado. Es una ganga.
>
> Además, la devaluación no provoca que una nación sea más competitiva. No hace nada que estimule el aumento del ahorro nacional ni la inversión de capital extranjero, lo que conduce a una mayor aplicación de capital per cápita, las únicas fuentes de aumento de la productividad de los trabajadores y las únicas fuentes de aumento de los salarios reales. La devaluación no revela el efecto oneroso y destructor de riqueza de la regulación económica, ni el auténtico coste del Estado del Bienestar, que depende de impuestos elevados para financiar el consumo actual a expensas de la prosperidad futura. Lo que gasta el Estado no puede ahorrarse ni invertirse, por muy barata que sea la moneda.[193]

El principal riesgo de una devaluación generalizada es el estancamiento global provocado por la caída de la inversión productiva y de la renta disponible real.

¿Cómo se aprovechan los inversores de las guerras monetarias?: oro físico, bitcoin y valores respaldados por activos indexados a la inflación. Se denomina cobertura contra la inflación, es decir, cualquier cosa que aumente su valor de mercado debido a la debilidad de la moneda.

El dinero barato crea deuda barata

> Trucos ingeniosos de engaño masivo generan una masa barata de narcisistas automedicados.
>
> CORNEL WEST

Ya hemos podido comprobar que el estímulo masivo y los tipos bajos no han reducido la deuda. La deuda bruta y neta total ha seguido creciendo a un ritmo peligroso. Y, al hablar de la deuda, debemos analizar también su calidad.

No hay nada negativo en que una empresa o un país añada cierto apalancamiento para llevar a cabo una inversión que generará un beneficio económico real en el futuro. Dado que algunas de esas inversiones pueden fracasar a causa de factores imprevistos, se debe tener en cuenta la cantidad de deuda asumida valorando la capacidad de pagarla que se tiene en el presente, así como el riesgo de que los beneficios futuros previstos sean menores. La calidad de la deuda es muy importante, pues incurrir en déficits enormes para pagar gastos corrientes sin rentabilidad implica una carga más pesada para el futuro.

En mi libro *Nosotros los mercados*,[194] hago referencia a los siguientes puntos para entender el peligro que se produce en la actualidad:

- La complacencia en la acumulación de deuda: el umbral de saturación, la deuda destructiva y el coste volátil de la deuda.

- El umbral de saturación de la deuda es el punto a partir del cual una unidad adicional de deuda no genera crecimiento económico, sino que simplemente estanca aún más la economía. Este umbral fue sobrepasado en la OCDE entre 2005 y 2007.
- Deuda destructiva es aquella generada por un gasto improductivo, que no produce ningún efecto positivo sobre el crecimiento y perpetúa un sistema que confisca y fagocita la economía real a través de impuestos, lo que detrae la inversión y ataca al consumo.
- Coste volátil de la deuda: como el coste de la deuda no se puede mantener artificialmente bajo para siempre, nos enfrentamos al riesgo de shocks, porque la deuda pendiente aumenta mientras que el coste bajo es insostenible.

La deuda «barata» tiende a atraer capital hacia inversiones de baja productividad y a corto plazo, y conduce a una mala asignación de capital. Si una inversión es segura y se realiza en sectores de alta productividad con gran valor añadido, será rentable al 5 o al 1 por ciento. Las empresas que requieren un elevado apalancamiento y tipos baratos tienden a ser extremadamente pobres en cuanto a rentabilidad y arriesgadas en cuanto a estabilidad de ingresos. Además, la constante presión para «prestar» porque los tipos son bajos también provoca que no se tomen las decisiones adecuadas. No es casual que las inversiones que prosperan en momentos de auge del crédito se produzcan en la construcción, en bienes inmuebles, en apuestas ultraapalancadas y en activos financieros líquidos a corto plazo, pues son los sectores en los que es más fácil desplegar grandes sumas de capital con el fin de obtener un beneficio a corto plazo.

En realidad, no deja de ser el mismo efecto que una mala subvención. ¿Quién necesita que los tipos de interés estén por debajo de la tasa real de mercado? Pues aquellos agentes que no tienen solvencia económica para acometer esa deuda. Y, precisamente por ello, cuando aumenta la deuda y hay tipos ultrabajos, se acumulan préstamos de mayor riesgo que luego se convierten en incobrables.

Dirás que eso es esencial para que familias sin recursos y empresas

pequeñas crezcan, pero estás olvidando que esos agentes económicos cuentan con muchas otras alternativas para crecer que no tienen por qué pasar por endeudarse por encima de sus posibilidades. Dirás, también, que es labor de los bancos conceder préstamos a quien los puede pagar y que deben llevar a cabo un análisis de riesgos. Y lo hacen. Pero la constante bajada de tipos de interés hunde el negocio de la banca, mientras que, a su vez, la propia política de represión financiera les penaliza si no prestan. Esto es muy importante: la política del BCE no sólo pone a disposición liquidez, sino que penaliza a los bancos si no la utilizan, lo que empuja a prestar con criterios menos exigentes. Y luego nos sorprendemos…

La realidad del entorno actual es que, a medida que el mundo se ha ido acercando a los límites de la saturación de deuda, han sucedido dos cosas. La primera de ellas es que las recuperaciones son más débiles. La segunda, es que la sobrecapacidad se perpetúa. Sin el factor corrector de la destrucción creativa que se aplica a los excesos creados durante las burbujas, la carga de la sobrecapacidad se adueña de la economía y crea inactividad y bajo crecimiento. Y, lo que es más importante, la sobrecapacidad provoca que las inversiones realmente productivas se estanquen, y su impacto se nota en muchos ámbitos de la economía.

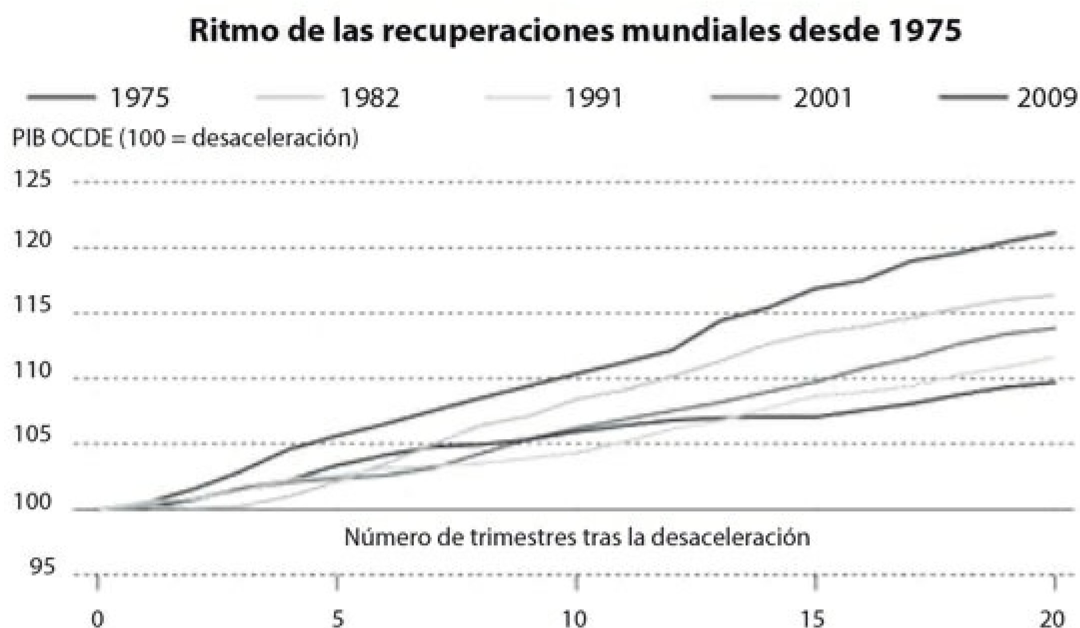


Figura 26. Ritmo de las recuperaciones desde 1975.
(*Fuente*: WSJ, OCDE.)

Por ejemplo, no es casual que, tanto en los países europeos como en Japón, los préstamos de difícil cobro hayan aumentado al mismo tiempo que se imponían la liquidez y los tipos de interés bajos. Los bancos no estaban dispuestos a permitir que las empresas ineficientes quebraran y ayudaban a refinanciar todos los proyectos que podían con el fin de que sobrevivieran, creyendo que tal vez las cosas mejorarían en un par de años, o que los tipos de interés más bajos harían que los productos fueran viables. No sucedió ninguna de las dos cosas. Pero algo que tampoco sucedió fue que prosperasen los sectores de alta productividad, porque a la represión financiera se une la represión fiscal: más impuestos a los sectores de alta productividad.

La realidad es que los estímulos y los planes industriales del gobierno están siempre enfocados a proyectos de baja productividad, de alta intensidad en capital, cuya necesidad es más que discutible. Pero esos proyectos producen «PIB barato y rápido» y dan la impresión de crear puestos de trabajo. La deuda barata multiplica ese efecto y, al mismo tiempo, erosiona el PIB potencial.

¿Beneficia el BCE a las grandes corporaciones y no a las pymes?

Tenlo claro: los mayores beneficiados de la política de gas de la risa monetario del BCE son los Estados deficitarios. El BCE no presta a tipos negativos «a las grandes empresas» como dice algún partido político y medio de comunicación, sino que algunas grandes empresas —muy pocas— se financian a tipos negativos porque los Estados en los que operan tienen esos tipos de referencia. El Estado alemán o el español se financian a tipos negativos, y con ellos baja el coste de financiación de las grandes empresas, no al revés. El BCE ha comprado la friolera de 1,5 billones de euros de bonos

soberanos, compra casi 60.000 mensuales, y tiene ¡82.000! de empresas (a finales de abril de 2017).[195]

El BCE no está en condiciones de comprar deuda de pymes directamente porque en sus estatutos se dice sólo puede comprar bonos soberanos o con calificación máxima. Pero, seamos claros, los Estados se benefician mediante el mecanismo de transmisión de crédito. Si el BCE baja los tipos y compra cientos de miles de millones de bonos soberanos hasta que el Estado alemán, o el francés o el español se financien a tipos negativos, las empresas con calificación crediticia máxima lo hacen a tipos ultrabajos, porque el tipo de emisión lo fija la demanda con respecto al soberano.

Recordemos que las grandes empresas se financiaban a tipos inferiores al Estado antes del plan del BCE, y que nunca han tenido problemas para financiarse incluso en el cenit de la crisis, porque, por muy mal que estuviesen, su solvencia crediticia era —y es— mayor a la de los estados emisores. Recordemos también que el BCE está comprando deuda corporativa de máxima calidad no por beneficiar a las empresas, sino porque el QE es muy superior a las emisiones soberanas. Por eso la liquidez excedentaria es tan alta.

Lo más curioso de todo es que estas medidas las critiquen los que exigen que los Estados tengan más control de la economía, cuando lo que están consiguiendo es exactamente eso: una nacionalización encubierta de la economía.

Soy el primer crítico con el programa de expansión cuantitativa del BCE —y lo mismo con el de Japón o de otros tantos—, pues incentiva el sobreendeudamiento y disfraza el riesgo bajando tipos muy por debajo de los fundamentales de solvencia. Pero insinuar una especie de privilegio a las grandes empresas, o peor, decir que se «socializa» —cuando esos bonos se van a pagar y con intereses—, como se repite desde los partidos populistas, es simplemente incorrecto.

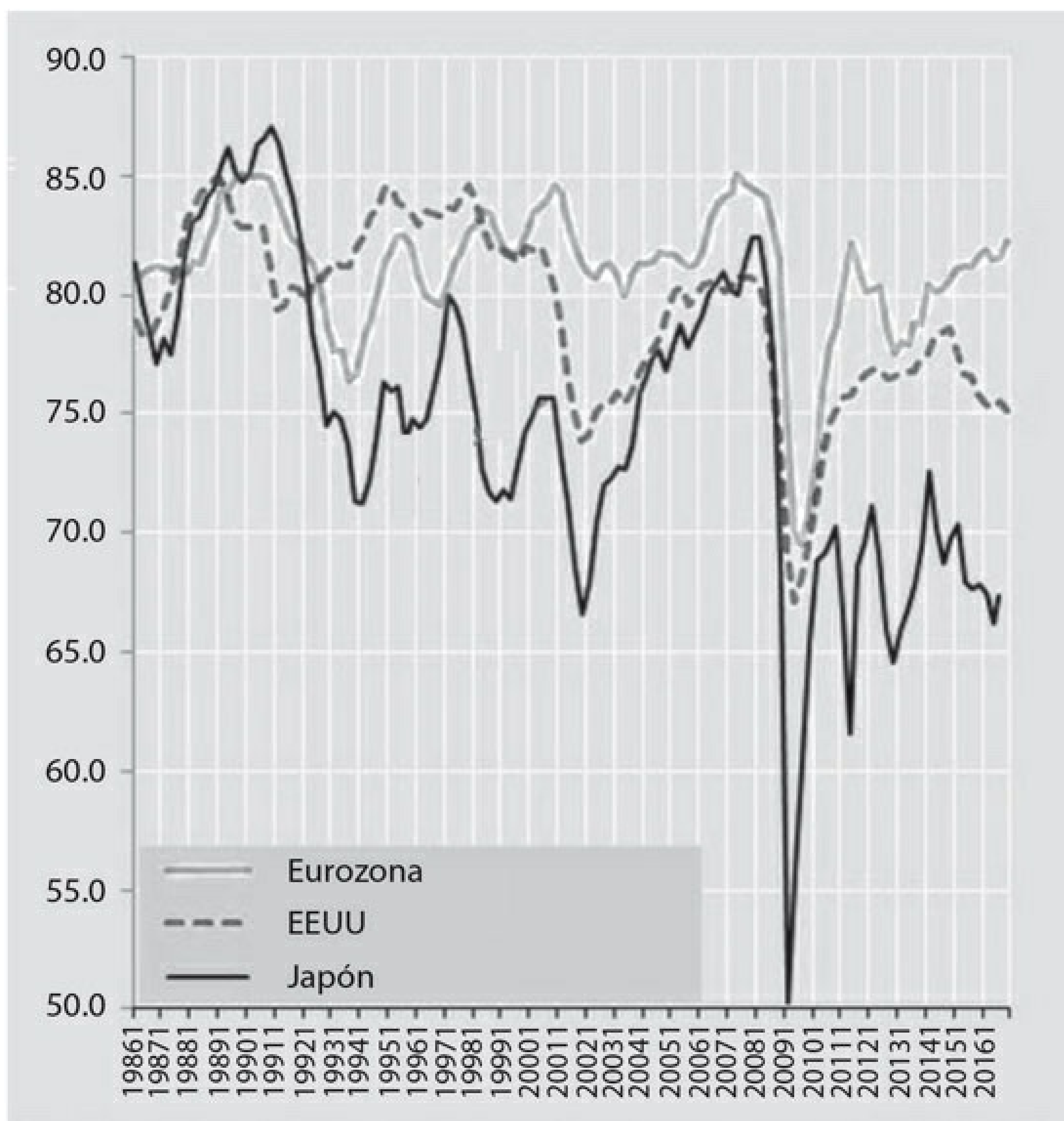


Figura 27. Utilización de la capacidad en economías clave.
(*Fuente*: Banco Mundial, BIS, cortesía Combarro.)

Los bancos sufren su propia medicina

Así que esto es lo que yo quería. No es como lo esperaba.

EMINEM

Seamos sinceros. La presión de los bancos para que el BCE llevara a cabo un

programa de expansión cuantitativa como el de la Reserva Federal no fue moderada, sino simplemente brutal, incesante. Pensaban que sería un gran acicate para la economía sin entender que casi arruinaría su negocio. Veamos por qué.

La banca tiene enormes dificultades para crecer en un entorno de baja inflación, bajo crecimiento y tipos negativos. Los tipos bajos provocan que sus márgenes se deterioren, hasta dar pérdidas en casi todos sus negocios. Con el bajo crecimiento y la perpetuación de la sobrecapacidad, los préstamos que consideraban «sanos» pasan, en una parte nada despreciable, a ser de difícil cobro. Las estimaciones de crecimiento de beneficios y de capacidad de repago que habían utilizado en sus modelos de riesgo se convierten en demasiado optimistas y una parte importante de los préstamos pasan a fallidos. Tras ello, tienen que hacer enormes provisiones y la debilidad del banco aumenta al deteriorarse sus ratios de capital.

En realidad, la política monetaria ha convertido el negocio bancario en un «correr para quedarse quieto». Enormes provisiones y desinversiones que, en vez de fortalecer el balance, lo debilitan porque el resto del negocio se mantiene frágil ante los tipos reales negativos.

Dirás que la política del BCE es un regalo a la banca, que recibe liquidez al 0 por ciento y lo presta al 2-3 por ciento o más. Pero no es así: esa liquidez no se regala, es un préstamo a tipo 0 por ciento para prestar, es decir, para tomar riesgo, y ese riesgo que se toma no es un euro por un euro. Un banco usa un euro de liquidez para prestar una cantidad superior. Al convertirse en una medida de «forzar a prestar», ese supuesto «regalo» es en realidad una píldora envenenada que obliga a la banca a tomar más riesgo por una rentabilidad (ese 2-3 por ciento que cobra a los clientes) exageradamente baja para el riesgo real de la economía.

Comentábamos en 2016 con Antonio Guglielmi, analista de bancos de Mediobanca, que la erosión de márgenes por el QE europeo iba a tener un impacto medio superior al 12 por ciento en el beneficio por acción del sector bancario sólo en ese ejercicio, 2016.[196] Pero es que llevaba erosionando márgenes desde que se había implantado, lo que generó bajadas de estimaciones de beneficios de más del 50 por ciento en muchos casos. Y esto,

¿por qué? Los bancos perdían los márgenes generados por el *carry trade* (compra de deuda soberana a tipos superiores al coste de financiación), caían los márgenes en nuevos préstamos por bajada de tipos y mayor competencia, y el diferencial entre activos y pasivos se estrechaba. Hablamos de un impacto medio, porque los bancos más afectados sufrirían el efecto de un 20-30 por ciento de su beneficio por acción. Ese impacto era prácticamente imposible de suplir con el «salvavidas» del TLTRO —liquidez gratis para prestar a la economía real— de Draghi.

Es verdad que la banca contaba con un impacto positivo. En el pasivo, la deuda y la financiación de los bancos europeos, con 11,5 billones de euros beneficiados por la política del BCE, mejorarían los márgenes de la banca en una media de 17 puntos básicos. Es decir, como entidades muy endeudadas, los tipos bajos mejoraban su coste de financiación, y el TLTRO podría añadir un punto, máximo dos, de margen, pero, y ése fue el error al pedir un QE, olvidaron o calcularon mal el impacto negativo. En el activo, 4,7 billones de euros en los que los tipos se revisaban a la baja: hipotecas con tipo variable, préstamos que vencían, etc. Los activos expuestos a esa bajada generalizada de tipos implicaron hasta 89 puntos básicos de erosión de márgenes.

No es una casualidad, por lo tanto, que esa misma política que los comentaristas de izquierda llaman «regalo a la banca» haya supuesto un dominó de quiebras en Italia y Portugal, entre otros, y no se haya podido sanear la enorme cantidad de préstamos de difícil cobro —imposible, diría yo— de 900.000 millones de euros en la eurozona. Y ahora quizá alguien diga que los bancos son negocios privados; no obstante, es un hecho que son el mecanismo de transmisión de políticas centrales.

Ahora piensa qué hubiera pasado si esto ocurriera con una banca nacionalizada. Por un lado, la concesión de préstamos de dudosa rentabilidad se habría disparado —ya que no atiende a criterios «economicistas»— y el ciento por ciento de las recapitalizaciones y rescates los habría pagado el contribuyente. Cuando no hay accionistas a los que acudir, como ocurrió con las cajas públicas, los agujeros patrimoniales siempre los cubre el contribuyente.

Con todo, los bancos van a sobrevivir a este entorno, porque, a la vez, han

rechazado en gran parte los cantos de sirena de los tipos negativos. Por eso se acumula la liquidez excesiva, porque se niegan a aumentar el riesgo desproporcionadamente. Pero no lo olvidemos. Los bancos europeos no están totalmente saneados, pues siguen acumulando préstamos de difícil cobro y generan una rentabilidad sobre activos por debajo de su coste de capital, es decir, pierden dinero.

Las valoraciones no parecen exageradas. Cotizaban al cierre de 2016 a menos de una vez el precio sobre el valor ajustado en libros, lo cual no es caro si se estimase una rentabilidad del 9 por ciento ROTE (rentabilidad sobre activos tangibles) en 2017 y una rentabilidad por dividendo del 5,4 por ciento. Los bancos europeos cotizan casi siempre a un descuento en PER comparado con los estadounidenses, pero ese descuento está justificado por la alta exposición al riesgo soberano europeo, el peso de los préstamos de difícil (imposible) cobro y la bajísima rentabilidad (el margen neto es casi cero). De hecho, caer en el error del descuento con respecto a la banca estadounidense puede llevar a engaño, porque ese descuento existe desde 2001 y se ha movido en una media del 20-30 por ciento, justificado por una menor rentabilidad, una menor flexibilidad y la valoración de sus préstamos con criterios discutibles (en vez de valorarlos a precio de mercado).

Los tipos de interés reales negativos han hundido los beneficios de la banca, con caídas históricas de las estimaciones de consenso, que siempre empezaban el año con expectativas de aumento de beneficios de doble dígito para terminar en cero o negativo. Pero ese destrozo monetario tocaba a su fin, pues la subida de tipos en Estados Unidos llevadas a cabo en 2016 y 2017 ponían al menos un techo a los deterioros de los beneficios. Ahora bien, si el BCE mantiene su errónea política de tipos, el proceso de saneamiento volverá a frenarse. Espero que la banca aprenda la lección y, la próxima vez que defienda la represión financiera, se lo piense dos veces.

La tecnología no destruye empleo

Mientras tanto, ante la evidencia de los fracasos de la política monetaria, los

medios de comunicación promueven la idea de que la tecnología destruye empleo y que lo que se necesita son planes industriales de la vieja economía, aunque pruebas empíricas demuestren lo contrario. Y es que uno de los incentivos perversos de la política monetaria expansiva es precisamente el de disfrazar las tendencias más importantes sobre la inflación, el consumo y el crecimiento —la tecnología, el envejecimiento de la población en la OCDE y la eficiencia—, pero a su vez, como son inexorables, seremos testigos de análisis agoreros y distópicos, que florecerán por todas partes.

Después de la más drástica evolución tecnológica experimentada a un ritmo exponencial durante las pasadas décadas, si verdaderamente la tecnología destruyese empleo, hoy ya no habría empleo. Diversas pruebas con un recorrido de más de ciento cuarenta años demuestran que la tecnología ha creado más empleos de los que ha destruido. El estudio de los resultados del censo en Inglaterra y Gales desde 1871 muestra que el auge de las máquinas ha sido un factor creador de empleo, en lugar de hacer prescindibles a los trabajadores humanos.[197] Lo cierto es que la tecnología contribuye a crear empleos de alto valor añadido y, al mismo tiempo, destruye aquellos que, de entrada, ya no son deseables.[198] Es más, diversos estudios de Randstad ponen de manifiesto que la tecnología creará más de 1.250.000 empleos en los próximos cinco años.[199]

La evidencia nos enseña que si la tecnología destruyese empleo, hoy no habría trabajo para nadie. Cuando empecé a trabajar, allá por la década de 1990, nos decían que las máquinas harían nuestro trabajo y no tendríamos empleo. Hoy en día, aseguran exactamente lo mismo. Si un 47 por ciento de los trabajos van a desaparecer en veinte años, estoy seguro de que se crearán muchos más.

La mayoría de los puestos de trabajo que conocemos en la actualidad no existían hace diez años, pues la tecnología lo que hace es liberar capital de sectores obsoletos y dirigirlo hacia otros nuevos, y, con ello, se mejora la calidad de vida de todos y, además, se crea mucho más empleo directo e indirecto.

Lo que la sociedad, todos, debemos hacer es crear las condiciones para que estemos preparados. Y preparados no significa que todos seamos

ingenieros informáticos, sino entender que nuestras capacidades no son sólo esas terribles palabras, «lo mío», sino todo un conjunto de habilidades que tienen un enorme valor en una sociedad moderna.

Lo que no funciona, ni ha funcionado nunca, es intentar poner puertas al campo y penalizar al eficiente, intentar detener el progreso, con el objetivo de perpetuar los sectores obsoletos bajo el subterfugio del «empleo». Ni se defiende el empleo ni se solucionan los problemas. Si lo que se quiere es defender los puestos de trabajo, que prohíban los tractores y pongan a todo el mundo a trabajar en el campo, como exigía Pol Pot. ¿Verdad que no? ¡Menuda exageración!, exclamaremos. Es que esta vez es diferente, dirán ellos.

Es curioso, los mismos que «predecían» el fin del petróleo, del agua, la falta masiva de alimentos, el fin de las pensiones, la hiperinflación y la esclavitud a las máquinas, y se equivocaron hoy nos dicen que «esta vez es diferente». Sin embargo, lo que se propone, desde penalizar la tecnología a fiscalizarla, es la misma falacia. Lo único que se busca con ello es encontrar una excusa para aumentar la presión fiscal. No por el empleo, pues si éste les importase, darían facilidades fiscales a las empresas tecnológicas y startups para formar a trabajadores en tareas de alto valor añadido y con ello adaptarse al cambio, no dilapidando fondos en cursos inútiles para darles unos cuantos millones de euros en subvenciones a los agentes sociales. Menos renta básica y más conocimiento básico. Si preocupa la tecnología, invirtamos en formación.

El asalto fiscal a las empresas tecnológicas no es una casualidad. Se busca perpetuar a los conglomerados industriales obsoletos, convertidos en seguridades sociales encubiertas y, en vez de ver a las empresas de alta tecnología como garantes y líderes del cambio de patrón de crecimiento, generadoras de empleo de calidad, y mejora de la calidad de vida de todos, lo que se pretende es entorpecer el cambio. Mejor tener clientes rehenes, adictos al Soma estatal de Huxley mediante asistencialismo. Es más cómodo.

En vez de hacer lo posible por que en Europa crezcan y se desarrollen las empresas tecnológicas, mejor subvencionar sectores de bajo valor añadido que emplean a mucha gente… y si se compra una máquina, ya vendrá un

burócrata a decidir cuántos empleos está suplantando, y pasará la factura.

¿Imaginas que los fabricantes de sombreros hubieran tenido éxito cuando se pusieron en huelga contra el malvado nuevo automóvil de Ford? Hoy estaríamos todos fastidiados, habríamos pagado mucho más por los automóviles y, sobre todo, nos hubiésemos quedado sin sombrero. Porque ponerle barreras al progreso es inútil, y muy caro.

El debate tecnológico no se puede abordar desde las estimaciones distópicas, que han demostrado ser falsas desde la época de Malthus. Pero cuando se encauza desde un punto de vista de represión fiscal, ya sabemos que hay un enorme incentivo perverso a presentar predicciones apocalípticas porque el truco es que el hachazo lo vas a pagar tú. Si los políticos creyeran de verdad en ese escenario apocalíptico y les importara el empleo, harían todo y más por formar, atraer inversión y empresas tecnológicas.

Lo que saben los políticos y los que hacen estimaciones a cincuenta años, que —cuando no se cumplen— se olvidan, es que la probabilidad de que la tecnología y la democratización del conocimiento generen más prosperidad, empleo y bienestar es casi del ciento por ciento. Lo que saben, también, es que pone en peligro un sistema de rentas de posición que alimenta muchas redes clientelares. Y, por eso, debes temer a un futuro inexistente. Para subirle los impuestos.

La carga fiscal aumenta

Pero el mensaje dominante va orientado a hacernos creer que el desempleo se debe a la globalización, al comercio mundial, la tecnología o a cualquier otro factor, excepto el evidente: la incorrecta asignación de capital a sectores de bajo crecimiento y escasa rentabilidad y el enorme aumento de la fiscalidad.

País[1]	Cuña fiscal total 2015	Cambio anual 2015/2010 (en puntos porcentuales)[2]			
		Cuña fiscal	Impuesto sobre la renta	Empleado SS	Empleador SS[3]

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Bélgica	55,3	-0,62	-0,47	0,02	-0,18
Austria	49,5	1,34	1,44	0,02	-0,12
Alemania	49,4	0,39	0,39	0,00	0,00
Hungría	49,0	2,42	1,25	1,17	0,00
Italia	49,0	1,79	1,79	0,00	0,00
Francia	48,5	-1,44	0,86	0,79	-3,09
Finlandia	43,9	1,59	0,17	0,91	0,50
Rep. Checa	42,8	0,62	0,62	0,00	0,00
Suecia	42,7	-0,05	-0,05	0,00	0,00
Eslovenia	42,6	0,04	0,04	0,00	0,00
Portugal	42,1	4,93	4,93	0,00	0,00
Rep. Eslovaca	41,3	3,43	0,81	-0,40	3,02
España	39,6	-0,19	-0,19	0,00	0,00
Grecia	39,3	-0,81	1,44	-0,05	-2,19
Estonia	39,0	-1,06	0,16	-0,89	-0,33
Turquía	38,3	1,33	0,71	-0,11	0,73
Luxemburgo	38,3	3,95	2,89	0,46	0,60
Noruega	36,6	-0,65	-1,15	0,34	0,16
Dinamarca	36,4	0,04	-0,17	0,00	0,10
Países Bajos	36,2	-1,91	0,52	-1,94	-0,49
Polonia	34,7	1,78	0,55	-0,27	1,49
Islandia	34,0	0,66	1,78	-0,12	-0,99
Japón	32,2	1,99	0,00	1,01	0,99
Estados Unidos	31,7	0,91	0,96	0,00	-0,04
Canadá	31,6	1,21	0,49	0,29	0,44

Reino Unido	30,8	-1,76	-1,91	0,13	0,02
Australia	28,4	1,52	1,74	0,00	-0,22
Irlanda	27,5	1,65	0,91	0,74	0,00
Suiza	22,2	0,12	-0,23	0,18	0,18
Corea	21,9	1,75	0,83	0,51	0,41
Israel[4]	21,6	0,84	0,30	-0,12	0,66
México	19,7	3,74	3,75	0,00	0,00
Nueva Zelanda	17,6	0,57	0,57	0,00	0,00
Chile	7,0	0,00	0,00	0,00	0,00
OCDE	**35,9**	**0,89**	**0,76**	**0,08**	**0,05**

Fuente: OCDE.

Nota: Personas solteras sin hijos con el nivel de ingresos de un trabajador medio.

1. Países en orden decreciente según la cuña fiscal total.

2. Debido al redondeo, los cambios de la cuña fiscal de la columna (2) pueden diferir en un décimo de punto porcentual de la suma de las columnas (3)-(5). En Dinamarca, el «cheque verde» (prestaciones en metálico) contribuyen a la diferencia ya que no se incluye en las columnas (3)-(5).

3. Incluye impuestos sobre nóminas cuando corresponde.

4. Los datos estadísticos de Israel proceden de las autoridades pertinentes y son su responsabilidad. El uso de dichos datos por la OCDE es sin prejuicio del estatus de los Altos de Golán, Jerusalén Oriental y los asentamientos israelíes en la Orilla Oeste bajo los términos de la ley internacional.

Este cambio en la carga fiscal es esencial para entender las consecuencias microeconómicas y por qué los modelos que asumen un aumento del consumo a partir de tipos más bajos y mayor liquidez han estado tan equivocados.

El coste de capital importa

> El que dice que el dinero no da la felicidad no tiene ni idea de dónde comprar.
>
> DAVID LEE ROTH

Hemos reflexionado a lo largo del libro sobre el hecho de que la sobrecapacidad y la incertidumbre hacen disminuir el deseo de invertir de las empresas a pesar de la enorme liquidez y los tipos de interés bajos. Y hemos mencionado asimismo que el coste de capital no disminuye. Debemos entender esto.

Una empresa decide invertir en un proyecto cuando la tasa de retorno esperada sobre el capital invertido (ROIC, por sus siglas en inglés) es mayor que el promedio ponderado del coste de capital (WACC, por sus siglas en inglés), lo que significa que la compañía está obteniendo un retorno económico real sobre su coste de funcionamiento.

Este WACC es el promedio ponderado del coste de la deuda —que se reduce con tipos bajos y alta liquidez— y el coste del *equity*, capital. ¿Qué es este coste del capital? El coste del capital de una empresa representa la compensación que exige el mercado a cambio de poseer el activo y soportar el riesgo de la propiedad.[200]

Una de las razones por las que las empresas deciden invertir menos a pesar de los tipos de interés bajos, algo que ha sucedido en este período de enorme represión financiera, es que el coste del capital ha aumentado espectacularmente, impulsado por la prima de riesgo del capital en acciones.



Figura 28. Primas de riesgo del capital en acciones 1990-2016.
(*Fuente*: Citi, Factset.)

¿Y eso qué significa? Pues que, aunque la deuda sea barata, el riesgo del capital ha alcanzado un nivel máximo de cincuenta años. Es más caro aumentar el número de acciones o atraer nuevos socios y, por tanto, el coste ponderado del capital no ha descendido, sino que se ha incrementado. ¿Y cómo es posible que el coste del capital aumente con una enorme liquidez? Porque los inversores de todo el mundo consideran que invertir un dólar de efectivo en el crecimiento de la empresa no es lo suficientemente atractivo. Tal vez el mercado no entienda la sobrecapacidad ni la carga fiscal, pero sí que la probabilidad de obtener un retorno positivo de las nuevas inversiones es pequeña y que el riesgo está aumentando.

Es posible que el lector piense que eso es simplemente una medida del especulador y que, históricamente, los inversores han preferido siempre que las empresas permanezcan inmóviles en lugar de invertir y expandirse. Pero no es cierto. Los inversores han recompensado, a lo largo de la historia, los planes de expansión seguros y los proyectos de crecimiento ambiciosos pero rentables. Únicamente desde que se hizo evidente la saturación de deuda y se tuvo cada vez más claro que un plan de estímulo tras otro no generaba el crecimiento esperado, el mercado empezó a aumentar las primas de riesgo de las acciones.

Puede que el lector piense también que eso no preocupa a los gobiernos, los cuales no necesitan explicar a los inversores en una junta general de accionistas si las inversiones han generado beneficios. Pero los gobiernos corren un riesgo parecido, que está incorporado en su coste relativo de la deuda en comparación con el activo de menor riesgo: las primas de riesgo, esto es, primas de rentabilidad de los bonos y acceso a los mercados. Incluso aunque se monetizara toda la deuda, la devaluación de la moneda y la inflación masiva son el «coste del capital» de una mala asignación de capital por parte de los gobiernos. La diferencia estriba en que, en el caso de los países, son los ciudadanos los que pagan por las acciones irresponsables de sus líderes. Además, el lector debe saber que las primas de riesgo no sólo no desaparecen, sino que son muy evidentes cuando se monetiza la deuda. El caso de Argentina con Kirchner o el de tantos países son muy evidentes.

Es importante entender que, en análisis macroeconómico, el consenso parte con mucha frecuencia de errores en lo que estima como un nivel de inversión adecuado. La inversión productiva no es baja en relación con la demanda de capital solvente, sino respecto a los cálculos de lo que la opinión dominante de los economistas y los gobiernos considera «normal», la cual utiliza como referencia el período de la burbuja. Este concepto, que apuntábamos anteriormente, es esencial porque es el que informa sobre las estimaciones de cuánto debe aumentar la masa monetaria. Es decir, ¿de dónde saca el BCE que necesitan aumentar masa monetaria en decenas de miles de millones mensuales? ¿Qué dicta ese cálculo? No lo sabemos.

En una ocasión pregunté a Mario Draghi cómo habían llegado a la cifra

de 80.000 millones de euros mensuales de recompras y a qué esperaban a que se destinase todo ese dinero. Aún no he recibido la respuesta.

Pero el error suele partir de las estimaciones de lo que el banco central asume que es una proporción inversión/ahorro aceptable. La proporción inversión/ahorro empleada por algunos bancos centrales es falaz porque ignora la sobrecapacidad, el nivel de endeudamiento de la economía real, la tecnología y, sobre todo, porque la «referencia» era un período de exceso anormal. La zombificación de la economía como resultado de la promoción desde el poder político de burbujas que van repitiéndose y dejan deuda detrás, como mencionábamos, es decir, un entorno de crecimiento débil con una deuda creciente, cuyo resultado es una enorme cantidad de gasto financiado mediante deuda y sin rentabilidad que agobia y sofoca cualquier mejora en la productividad.

Los tipos negativos reales destruyen el crédito en la economía real y la inversión a largo plazo, porque incentivan la inversión a corto en activos financieros de riesgo o sectores ultracíclicos de baja productividad, muy propia de las burbujas. Además, los problemas del sistema financiero aumentan cuando se produce crédito con tipos desconectados de la realidad y riesgo real. Ken Garbade y Jamie McAndrews ya advirtieron sobre los efectos negativos de los tipos de interés por debajo de cero en 2012.[201]

El bajo nivel de las inversiones no es una anomalía, es un signo evidente y creciente de que la sobrecapacidad y el exceso de deuda son un problema global, de que el crecimiento real generado es muy escaso y también de que la «inversión» sin una verdadera rentabilidad económica se traduce en eso que llamábamos elefantes blancos, más impuestos y más deuda. Y la velocidad de circulación del dinero se desploma, por lo que la economía se zombifica.

Es evidente. Como hemos comentado, los gobiernos no tienen mejor información ni mejor capacidad que el sector privado para identificar inversiones atractivas, pero sí poseen el incentivo de gastar sin preocuparse por las consecuencias y sin recibir ninguna penalización por ello. Al trasladar al sector privado ese incentivo perverso, se multiplica la mala asignación de capital.

Los tipos de interés no son una variable que se decida desde el poder político, sino el reflejo del riesgo y el nivel de solidez, así como de las expectativas de la economía. Al manipular el precio del dinero artificialmente, se pervierte una señal esencial sobre la salud de la economía y los agentes económicos reaccionan de dos maneras: o toman exceso de riesgo por el coste manipulado del dinero, o deciden ser excepcionalmente cautelosos ante la evidencia de la desconexión entre realidad y tipos oficiales. Una cosa es utilizar el apalancamiento para crecer y otra añadir con el fin de mantener el PIB de forma artificial.

El efecto multiplicador del gasto público no existe en las economías abiertas y endeudadas.[202] El premio Nobel Angus Deaton da nombre a lo que se denomina la «paradoja de Deaton», la cual explica que el aumento del gasto público a menudo genera el efecto contrario al deseado. Los «shocks de ingresos» —gastar más— no produce los deseados «shocks de consumo», simplemente porque las subidas de impuestos y la incertidumbre creada por el efecto embudo en la economía real atacan a la propensión marginal al consumo.

Si los gobiernos llevan a cabo una serie de inversiones sin rentabilidad económica real, y lo hacen utilizando recursos excedentes, no sería un problema grave, pero lo hacen endeudándose y, con ello, atacando al crecimiento futuro. Recordemos que más déficit hoy son más impuestos mañana. Los economistas de la escuela keynesiana que sólo parecen seguir a lord Maynard Keynes cuando piensan en el gasto y nunca para ahorrar o bajar los impuestos deberían tatuarse las palabras que hasta los poskeynesianos reconocen —aunque luego no practiquen— «financiar con déficit solamente inversiones con rentabilidad económica real».[203]

El mundo tiene que recuperar las políticas de oferta, permitir que las familias y las empresas respiren, y para ello se deben reducir los impuestos y fomentar la inversión productiva eliminando trabas a los sectores de valor añadido y subvenciones a los obsoletos. Pero eso no da oportunidades de aparecer en fotos ni hacer inauguraciones de puentes ni aeropuertos.

Zombificación. El motor del estancamiento es incentivar el gasto inútil y la inversión de baja productividad con la esperanza de que al largo plazo se

disfrace. Confunde engordar —sostener el PIB artificialmente— con fortalecerse.

Repetir los mismos errores esperando resultados diferentes no va a cambiar las cosas.

SEGUNDA PARTE

Cómo escapar del tsunami monetario

Capítulo 8

Cuando las materias primas se desplomen, encuentra un fondo de cobertura

> Antes hacía una llamada telefónica con una moneda muy pequeña; ahora no me puedo permitir ni llamar para saber la hora.
>
> PRINCE CHARLES AND THE CITY BEAT BAND

En muchas ocasiones, al ciudadano medio le resulta harto difícil comprender los conceptos de mercado económico y mercado financiero. Sin embargo, en una conversación informal en un restaurante con amigos, muchos de ellos entienden los principios básicos de las materias primas. Y cuando hablamos, frecuentemente debatimos sobre los desafíos de la oferta y la demanda. Casi todo el mundo comprende la idea de unos recursos más o menos finitos y de la inflación de los precios cuando aumenta la demanda, con reducciones de precio cuando la oferta es abundante. Además, dado que nos gustan las teorías de la conspiración, añadimos conjeturas acerca de lo que los países productores piensan en secreto, cuáles son las verdaderas estrategias del panorama geopolítico y cómo éstas afectan a los precios.

Con todo, las materias primas son mucho más sencillas que los instrumentos derivados o las acciones. Veámoslo. La clave de la definición de una materia prima es que se trata de un recurso básico que se utiliza como

mercancía para el comercio de intercambio tanto de bienes como de servicios, y ya que todo el mundo entiende los principios básicos de su valor, muchas veces las materias primas funcionan como dinero. Sin embargo, se emplean principalmente como aportación para crear un producto final con mayor valor añadido y que se venderá con una rentabilidad esperada. Parece sencillo. Pero en los mercados financieros no lo es. Las materias primas también son productos financieros y tienen estructuras complicadas que permiten a los comerciantes comprarlas y venderlas tantas veces como haga falta, para lo que es necesario un estándar mínimo específico, habitualmente conocido en el mercado como grado base.[204]

Los mercados financieros han derribado la barrera histórica entre productores y consumidores de materias primas proporcionando liquidez y flexibilidad; hoy en día, por ejemplo, un gran buque que transporta crudo se compra y se vende a diferentes propietarios unas cuantas veces en el transcurso del mismo viaje de un puerto a otro. Los mercados financieros han diversificado los usos y el valor de las materias primas y han multiplicado la demanda de productos asociados, ya que éstas se han convertido en una oportunidad comercial y en una inversión. Las transacciones ya no tienen que ser físicas y, así, millones de toneladas de cualquier materia prima se comercializan en cuestión de segundos.

Además, los contratos de futuros superan con mucho el mercado físico. Chris McMahon[205] lo explica muy bien:

> Los comerciantes siempre prefieren efectivo a una entrega física porque es mucho más fácil. La entrega física requiere una cantidad de trabajo tremenda… es una auténtica pesadilla.
>
> Durante más de cien años, la premisa básica de un contrato de futuros permaneció inalterable. Era un acuerdo vinculante consistente en recibir o entregar una materia prima de una cantidad y cualidad especificadas previamente en una fecha y en un lugar predeterminados. Al vincular el contrato de futuros a un producto real y entregable físicamente, la integridad del contrato estaba garantizada por los bienes físicos subyacentes, lo que aseguraba que el mercado estaba universalmente de acuerdo con la justicia del precio. Eso permitía a los fondos de cobertura y a los especuladores asumir o no de manera más realista el riesgo de la producción y la compra porque el precio del contrato de futuros estaría muy cerca del precio de la mercancía física.
>
> A medida que los contratos se aproximan a la liquidación, hay una serie de avisos a los que los comerciantes deben responder si pretenden recibir o hacer una entrega

física. Pero la mayoría de los comerciantes se limitan a cerrar las posiciones comprando contratos de compensación.

El aspecto de entrega física del contrato obliga a los precios a converger, lo que obliga a su vez a que el efectivo y los futuros coincidan el día de la liquidación.

El intercambio no fija los precios de la liquidación. El precio de liquidación de los contratos de energía de futuros entregados físicamente se decide durante los últimos treinta minutos del día de la negociación, y dicho precio es utilizado para determinar los márgenes y los precios de la factura de las entregas. En cambio, los contratos liquidados en efectivo lo hacen con un precio de futuros el cuarto día hábil antes del 25, de ahí el nombre de «penúltimo», y nunca van a la entrega.

Puede que el lector haya oído en numerosas ocasiones que los especuladores y comerciantes deciden el precio de una mercancía basándose en cifras enormes de instrumentos financieros, en lugar de comprar y vender mercancías físicas. Pero eso no es cierto: lo que compran y venden son productos financieros complejos vinculados al precio de la mercancía en el mercado físico. El productor de petróleo en Jeddah no está sujeto a la ola de especulación; la ola de especulación está sujeta a la demanda del producto en el mercado físico.

¿Cuál es el precio del petróleo?

O, en definitiva, de cualquier materia prima comercializada en dólares estadounidenses. Existe el precio nominal y el precio real. El primero es del que hablas con tus amigos y familiares a la hora del almuerzo. El segundo es el mismo precio ajustado a la inflación, o provocado por la devaluación.

Dado que todas las materias primas se comercializan en dólares estadounidenses, cuando el banco central de Estados Unidos devalúa y aumenta drásticamente la masa monetaria, las materias primas suben en términos nominales, es decir, porque baja el dólar con respecto a sus monedas de referencia.

De hecho, las conversaciones informales a la hora del almuerzo sobre las materias primas y las fascinantes teorías de la conspiración sobre programas geopolíticos secretos quedan anuladas inmediatamente por el argumento del

precio en términos reales. Lástima. «Los precios del petróleo están en su máximo histórico a causa de los planes saudíes, o de los conflictos, o de China»… Vaya, pues no. Los precios del petróleo en términos reales están al mismo nivel que se encontraban en 1978. Lástima.

Tim McMahon en Inflationdata.com,[206] que analiza frecuentemente el precio real y nominal del petróleo, afirma lo siguiente:

> Partiendo de 1946, el precio del petróleo ajustado a la inflación era de 18,03 dólares por barril. Después de subir bruscamente durante un par de años, se mantuvo relativamente estable y, de hecho, disminuyó constantemente en términos ajustados a la inflación hasta 1973. A partir de ahí, los precios subieron espectacularmente hasta 1980, cuando la burbuja estalló y los precios volvieron a un nivel «normal», si bien fueron mucho más inestables a partir de entonces.
>
> Los principales picos tuvieron lugar en diciembre de 1979 con 119,33 dólares, octubre de 1990 con 62,59 dólares y junio de 2008 con 139,05 dólares (con la inflación ajustada a los dólares de 2016). Otro asunto interesante que cabe señalar es que el precio medio ha ido aumentando. La media durante todo el período comprendido entre 1946 y la actualidad es de 42,54 dólares. Ajustado a la inflación, el precio máximo de 1979 de 38 dólares es el equivalente a pagar 119,33 dólares actuales (refiriéndonos a octubre de 2016).

Un auténtico aguafiestas. La mayor parte de las historias sobre conspiraciones geopolíticas y asombrosas historias de ciencia ficción sobre el fin del petróleo (llamado pico petrolero) se desvanecen cuando entiendes que la inmensa mayoría de shocks de auge y depresión de precios del rey de las materias primas, el crudo, han sido —bostezo— cambios monetarios.

Hola, Sra. Fed

Sí, ha habido aumentos de precios debidos a aspectos fundamentales: crisis petroleras por los recortes de la OPEP, el suministro que ha afectado a las guerras… todo eso está presente. Y, en términos reales, el petróleo ha aumentado de precio desde 1980, pero ni de lejos lo que estiman los que analizan el precio nominal. Los terribles monstruos que se esconden tras la puerta del armario y que dictan los precios se llaman Sra. Reserva Federal y

el todopoderoso Sr. dólar estadounidense.

Una vez que entiendes que la masa monetaria es un factor determinante del precio de las materias primas, las quejas acerca de los especuladores y los malvados manipuladores desaparecen. Y lo que es más importante: en el momento en el que los países y los bancos centrales entienden que lo que más importa es la moneda de reserva y su efecto, es más fácil realizar un análisis fundamental de otras variables reales que influyen en el precio y ver si esas tendencias son sostenibles o simplemente espejismos. Pero, por desgracia, muchos, aun siendo conscientes de esta realidad, cometen el error de creer que «esta vez es diferente».

Si los países hubieran interpretado el tsunami de dólares generado por la manipulación monetaria masiva como lo que es, un espejismo, habría sido mucho más fácil entender el inevitable desplome cuando cesó el aparentemente interminable flujo de dólares baratos. Prepararse para una burbuja es difícil y una creciente oleada de liquidez resulta muy tentadora, con lo que mucha gente se hace muy rica rápidamente. Los incentivos perversos para permitir que todo el mundo se crea la gran trampa son enormes.

Auge y depresión

El boom y la burbuja de las materias primas nacieron antes de la expansión cuantitativa, aunque siempre han sido liderados por factores monetarios y alcanzaron cotas extraordinarias con ella. El hecho de que empezaran antes no significa que no se debieran a «políticas expansionistas». El superciclo de las materias primas empezó a principios del nuevo milenio, justo a tiempo de llenar el vacío tras el colosal estallido de la burbuja de las acciones tecnológicas en la década de 1990… Y con enormes bajadas de los tipos de interés para «estimular la economía» y sobrevivir al estallido de la burbuja con otra nueva y aparentemente más creíble.

Como dice siempre Keith McCullough:[207] «Hay una diferencia entre un unicornio y una burbuja. Una burbuja, al menos durante un breve período,

es algo real, tangible. Los unicornios no existen». La burbuja tecnológica vino de la creencia en los unicornios, pero la de las materias primas tenía cierta base real, al menos durante un tiempo. Con el fin de alimentarla, el mercado añadió el concepto de «pico de petróleo» a los fundamentos tangibles. El consumo estaba tan descontrolado que nos íbamos a quedar sin petróleo, sin gas y sin otras materias primas antes de que pudiera aparecer cualquier sustituto. Para justificar ese «argumento de la burbuja» el mercado añadió otra más: el eterno e imparable crecimiento de China.

Por supuesto, todos esos argumentos justificadores de la burbuja se presentaron con tremendos estudios «científicos» y conclusiones alarmistas. Un gran negocio para los implicados. Pero todos ellos ignoraban la realidad: existen ciclos, la eficiencia es un hecho y merma los modelos de demanda en documentos Excel, y la tecnología conduce a nuevos descubrimientos y a una producción mejor y más diversificada.

El mayor enemigo de las burbujas y de los agoreros es un ingeniero

Las materias primas se habían mantenido en un mercado bajista desde principios de la década de 1980 y fueron prácticamente ignoradas por los inversores en favor de acciones que subían con rapidez. Los productos energéticos y los metales preciosos empezaron a mostrar claros signos de vida de nuevo en 1999, pero el auténtico auge de las materias primas empezó en serio en noviembre de 2001, justo cuando las agresivas bajadas de los tipos de interés de la Reserva Federal aspiraban a frenar la recesión provocada por el crack postecnológico.

Según el Continuous Commodity Index (CCI), los precios de las materias primas aumentaron un asombroso 275 por ciento desde el inicio de su mercado alcista en noviembre de 2002, frente a un aumento de la inflación general del 25 por ciento según la valoración del IPC. Lo impresionante de este mercado alcista de las materias primas no es sólo la magnitud de las

subidas de precio, sino también la propia envergadura de las materias primas implicadas, desde el aceite de palma de Malasia y los metales poco comunes hasta el ácido sulfúrico y el uranio, sin excluir prácticamente ninguna otra. Gracias, Reserva Federal.

Aunque la crisis de finales de 2008 tuvo como resultado una caída de los precios de las materias primas del 48 por ciento, éstos experimentaron una rápida y potente subida desde las profundidades de la crisis hasta alcanzar su máximo a mediados de 2011, que superó el anterior máximo de 2008 en más del 10 por ciento. Una burbuja gigantesca, inflada por tipos extraordinariamente bajos, estalló, lo que provocó una crisis financiera y la solución fue… inflarla de nuevo.

Llegados a este punto, hay que decir una cosa importante. Parte de los expertos del ámbito académico niegan la existencia de las burbujas, pues consideran que son simplemente el reflejo de las buenas expectativas. Sin embargo, existen estudios relevantes que analizan cómo se crean, casi invariablemente a partir de la percepción de riesgo bajo, y la idea de que las valoraciones y los fundamentos han cambiado, pasando a regirse por un nuevo paradigma.[208] Algunos artículos llegan incluso a considerar que las burbujas son una excelente manera de pasar de las crisis financieras al crecimiento, como si éstas no fueran provocadas por las burbujas y la salida fuera un crecimiento débil.[209]

Como todas las burbujas, la de las materias primas de la década de 2000 empezó como una tendencia económica legítima[210] y evolucionó hasta transformarse en una locura especulativa basada en un «nuevo paradigma» y en que «los fundamentos habían cambiado». Una parte determinante de toda burbuja es una convincente historia subyacente con elementos de verdad aceptables como para poder ser creídos por las mentes de personas inteligentes y formadas que controlan cantidades de capital que hacen que el mercado se mueva. Pero también por sus clientes, por los medios de comunicación y por los analistas.

Los elementos de verdad responsables de la parte justificable o «no burbuja» del auge del precio de las materias primas fueron: inversión insuficiente en la capacidad productiva de los recursos naturales durante las

décadas de 1980 y 1990, el cambio fundamental en la economía de China, India y otros mercados emergentes, el aumento de la población y de la clase media, el cambio climático y las condiciones meteorológicas extremas, las crisis geopolíticas y el incremento del uso de productos agrícolas para la elaboración de biocombustibles.

Una parte del aumento de los precios de las materias primas desde 2001 puede explicarse legítimamente por los fundamentos mencionados con anterioridad, pero también es importante darse cuenta de que, en su mayoría, se exageraron para adaptarse al discurso de la subida de precios constante. Además, cuando alguno de esos factores —oferta, China, tecnología— acababan siendo cuestionados, otros se exageraban aún más. El pico petrolero contribuyó a esto a la perfección, así como la falacia del «año siguiente» que mencionamos al hablar de las previsiones del palo de hockey.

«El único remedio para los precios altos son los precios altos.»[211] Cuando los precios elevados fomentan que haya más oferta en el mercado, los precios vuelven a bajar. Y esta oferta llega al mercado basándose en la creencia del infinito crecimiento de China, los mercados emergentes, etc. Los precios se consideran un reflejo de una realidad y un futuro incuestionables, sin diferenciar si son consecuencia de la oferta, la demanda o los inventarios. Uno de los indicadores de que la burbuja era exactamente eso, fue el hecho de que la oferta seguía en aumento y se continuaban acumulando inventarios, mientras que las previsiones de crecimiento de la demanda se revisaban a la baja entre las predicciones de enero y la realidad de diciembre.

Los precios récord de las materias primas inspiraron planes de inversión ambiciosos, como el que se llevó a cabo en Quebec, Canadá, y la decisión de abrir su inmensa región del norte —una zona el doble de grande que Francia con abundantes depósitos de hierro, níquel y cobre— a la explotación minera, lo que costó miles de millones de dólares. De Australia a Brasil y de Rusia a Madagascar, nuevos y enormes proyectos de desarrollo entraron rápidamente en la «decisión final de inversión y el capex». El crecimiento de China y la «insaciable sed» de materias primas justificaban incluso las decisiones económicas más agresivas, y así, de esta forma, las inversiones en exploración de recursos, minería y desarrollo superaron los 1,5 billones de

dólares anuales. Diez veces más, en términos reales, que la media histórica.

Por otro lado, el precio récord de los alimentos incentivó la puesta en marcha de nuevas explotaciones agrícolas, lo que generó un excedente de la oferta de trigo, que alcanzó la cifra más alta de la década. Aunque el auge de China se cita habitualmente como una de las razones del aumento del precio de los alimentos, el gigante asiático pudo hacer frente a su propia demanda e incluso convertirse en un importante exportador. Los intereses chinos han empezado también a desbloquear el abundante y subdesarrollado potencial agrícola de África utilizando modernas técnicas de cultivo.

El desplome del dólar, el auge de las materias primas y la depresión

El principal impulsor del mercado alcista de las materias primas fue la caída del 40 por ciento del dólar estadounidense en el mercado de divisas respecto a su cesta de monedas desde 2001. Y el siguiente catalizador principal de la segunda fase de la burbuja de las materias primas (de 2009 a 2013) resultó la puesta en marcha de los programas de expansión cuantitativa (QE) de la Reserva Federal. Pero al llegar la QE3, la tercera fase, el *carry trade* (utilizar liquidez barata para financiar inversión en materias primas a largo plazo), con la abundancia de materias primas y escasez de dólares, estaba desapareciendo. Como sucede con todas las burbujas, el espejismo de los fundamentales exagerados se desvanecía rápidamente y la realidad de la sobreproducción era cada vez más evidente.

Las previsiones de demanda real empezaron a reducirse de forma drástica y, con ellas, las del crecimiento del PIB mundial. La oferta seguía aumentando y miles de proyectos de rentabilidad discutible incrementaban la producción porque se convertían en costes hundidos y los productores necesitaban generar efectivo, no beneficios sobre el coste del capital.

La caída de las materias primas fue tan rápida como su auge, y su desplome resultó sorprendente incluso para los analistas y los economistas

que habían predicho el estallido de la burbuja. Escribimos *La madre de todas las batallas* en 2014 con la idea de que los precios del petróleo caerían de casi 100 dólares a la mitad, y se desplomaron hasta mínimos de 25-30 dólares el barril. Como con la burbuja, los fundamentos eran exagerados y se malinterpretaron, pero, después de que toda una generación de comerciantes hubiera sido formada en la creencia de que las materias primas no podían más que subir, la caída fue más dura si cabe, ya que pocos pudieron discernir el auténtico valor fundamental cuando se estaba llegando al fondo.

Para encontrar el valor real debemos entender las auténticas burbujas monetarias y la masa monetaria. Quienes analizaron la economía y los fundamentos de las materias primas entendiendo los máximos y los mínimos de los ciclos fundamentales de la oferta y la demanda fueron capaces de aprovechar grandes oportunidades y, lo que es más importante, de evitar las ideas mágicas de los nuevos paradigmas y de la inflación sin fin.

La oportunidad que trajo consigo el final del superciclo de las materias primas era enorme, siempre y cuando los gobiernos, los inversores, los comerciantes y los ciudadanos se espabilaran y entendiesen que el análisis que habíamos hecho durante casi dos décadas estaba endulzado por el efecto placebo de la política monetaria.

No podemos quejarnos simplemente de esas políticas, pues se han aplicado durante siglos y siempre habrá un gobierno o un banco central que creerá que esta vez eludirá las consecuencias de la inflación de los activos y la destrucción de la moneda. Con todo, el fracaso está servido. Nosotros, como inversores, economistas y analistas, debemos entender que esas políticas crearán ciclos más cortos y bruscos, y ser lo suficientemente inteligentes para surcarlos mientras la ola sube, y lo suficientemente prudentes para no creer lo que es simplemente increíble: que esta vez han descubierto la receta para mitigar y compensar cualquier ciclo económico. Simplemente, no es cierto.

Capítulo 9

La flexibilización de veinticinco bancos centrales. Lecciones y ejemplos

Como un fuerte vendaval, me levanté de nuevo.

VAN MORRISON

¿Qué es un tsunami monetario? El gigantesco estímulo monetario de la década pasada no tiene precedentes, y puede causar un tsunami.

Estados Unidos creó más dinero entre 2008 y 2016 que en toda su historia anterior,[212] China multiplicó por cuatro su masa monetaria y la masa monetaria como porcentaje del PIB se amplió mundialmente un 20 por ciento durante ese mismo período.[213] Muchos monetaristas creen que todo eso es absurdo, porque una gran parte de ese dinero se «secuestra» como excedente de reservas en el sistema financiero. En definitiva, es irrelevante, pues alimenta la burbuja de activos financieros líquidos y los desequilibrios de los bancos.

A estas consecuencias las denomino «tsunami monetario» porque el proceso es parecido al devastador accidente natural: una serie de olas en un medio acuático provocadas por el desplazamiento de un gran volumen de agua; o, lo que es lo mismo, una serie de crisis financieras que generan un efecto dominó. El tsunami monetario se produce cuando a) parte de la

enorme cantidad de dinero se libera en la economía y b) la liquidez masiva creada para abortar una crisis financiera no genera ningún efecto mitigador. Cuando eso sucede, no importa que la opinión generalizada culpe a los bancos o a los especuladores —créeme, lo harán— o que exija un estímulo monetario aún más agresivo, porque, a pesar de ello, todo eso sucederá. No obstante, al lector lo que le interesa es huir de esas consecuencias inevitables, no encontrar un chivo expiatorio.

> El mejor amigo del hombre no es el perro, es el chivo expiatorio.
>
> CARLOS RODRÍGUEZ BRAUN

Buscar un chivo expiatorio es esencial en las políticas monetarias descontroladas. En la Revolución francesa, las autoridades culpaban a los dueños de las tiendas por no estar dispuestos a aceptar la moneda inútil que inundaba el país, los asignados. En Venezuela, le echaban la culpa a una guerra económica e incluso utilizaron como excusa que los especuladores estaban acumulando bolívares en Polonia, olvidando que, si ése fuera el caso, la moneda se revalorizaría, no se devaluaría. En España, en 2008, los medios de comunicación y el gobierno les echaron la culpa a los fondos de cobertura. Siempre hay un chivo expiatorio para justificar los excesos del pasado y negar sus consecuencias.

El mayor riesgo: la carga de la energía y los alimentos

> Al final, lo que crea inflación es la política monetaria.
>
> ROBERT PLOSSER[214]

El principal riesgo es que, si tratas de crear inflación desesperadamente y con medidas más agresivas, puede que lo logres, sí, pero demasiado, demasiado

rápido y negativamente. Ésa sería mi hipótesis del peor de los casos: la inflación descontrolada de los productos básicos —alimentos y energía— mientras que el IPC subyacente permanece sometido a la atonía de las economías, la gran deuda y la sobrecapacidad. Este escenario conduciría rápidamente a una crisis como la de 2008, pues los productos básicos subirían muy por encima de la lógica de la oferta y la demanda, y la carga del petróleo —la cantidad de PIB que la OCDE consume en crudo— superaría el 10 por ciento.

La carga del petróleo (*oil burden*, en inglés), en mi opinión, es un mal término, más orientado a las economías antiguas y fuertemente industrializadas. A lo largo de las pasadas décadas, cuando las economías de la OCDE gastaban alrededor del 4 por ciento del PIB en petróleo, había un riesgo casi seguro de crisis inminente, pues las familias y las industrias serían incapaces de soportar el aumento de los costes, los préstamos en diferentes sectores estarían en riesgo y el sistema financiero sufriría un shock provocado por los préstamos de difícil cobro y la ralentización de las economías importadoras de energía.

Esta medida ha sido usada siempre por los desacreditados teóricos del fin del petróleo para alertar sobre el final del suministro del mismo y sobre la inminente fatalidad del agotamiento de las reservas, pero se trata simplemente de un efecto monetario. Demasiada masa monetaria hace que las materias primas —denominadas y comercializadas en dólares— suban mientras que la moneda de Estados Unidos se devalúa artificialmente.

Lo que importa no es sólo la carga como porcentaje del PIB, sino la intensidad y la velocidad de la subida. Las economías se enfrentan a enormes dificultades para adaptarse a un entorno en el que los precios en divisas están aumentando más rápidamente que la capacidad de aplicar políticas de urgencia. Este inesperado y brusco estallido de la inflación no se traduce en subidas de salarios o más productividad, simplemente carga la economía con un coste mayor que no genera crecimiento, sino que lo reduce.

El lector podría pensar que ese efecto se produce únicamente en los países importadores, pero que, al mismo tiempo, los productores prosperan. Y tendría razón. Por eso no me gusta considerar únicamente la carga de

petróleo como concepto de riesgo creciente, y por eso prefiero referirme a la «carga de la energía y los alimentos», porque, como vimos en las pasadas crisis del petróleo que tenían un indiscutible origen monetario, los países productores experimentaron un aumento del precio de los alimentos sin precedentes. Eso provoca bien una mayor carga de subsidios para el gobierno, bien enormes dificultades para la población, la cual sufre una inflación a la que no puede hacer frente con sus escasos salarios.

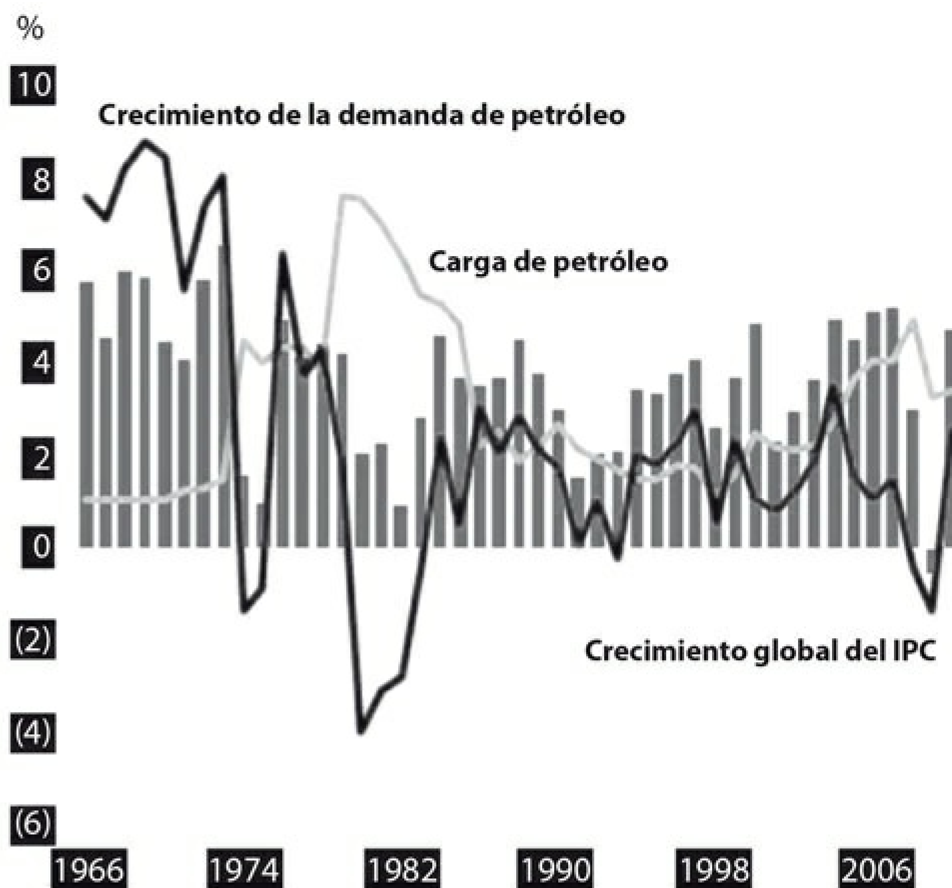


Figura 29. Carga de petróleo e impacto en el PIB.
(*Fuente*: Banco Mundial.)

Debemos tener esto en cuenta porque es bastante típico que, cuando sube el precio de la energía, los medios de comunicación mencionen el efecto positivo en los países ricos en materias primas sin entender su impacto en la subida del precio de los alimentos. Según el Banco Mundial, la media de los

ingresos familiares destinada a la alimentación en esos países es de aproximadamente el 35-40 por ciento, de modo que no, los productores no se benefician de la subida de las materias primas tanto como algunos piensan, especialmente cuando esa subida es rápida y drástica. El lector podría pensar que todo eso está muy bien, pero que los productos energéticos pueden subir mucho más que los alimentos. Difícil. Como siempre dice un amigo mío, «comemos energía», pues muchos de los costes de los productos energéticos están incorporados al precio de los alimentos.

Por eso utilizaría la «carga de la cadena de alimentos y energía». La cantidad de petróleo requerida para crear una unidad de PIB, la intensidad de petróleo de las economías, se ha reducido drásticamente en las décadas pasadas, y el petróleo por sí sólo no explica el riesgo de shock. Pero un rápido shock en el precio de los productos energéticos y alimenticios, basado en la política monetaria, sería una medida mucho más precisa de una próxima crisis financiera. Cabe suponer que cuando esa «carga» supere el 5 por ciento del PIB mundial deberíamos sentirnos bastante preocupados.

¿Cómo pueden un país y sus ciudadanos evitar este shock?

En primer lugar, utilizando los períodos de bajada de precios para invertir en tecnología y energías alternativas. Un país capaz de hacer un uso competitivo y diversificado de las energías primarias tiene una doble ventaja: menos coste de las importaciones y mayor flexibilidad. Invertir en tecnología agrícola y mejorar la productividad reduce los shocks de los precios de la energía y garantiza el suministro, además de ofrecer una combinación equilibrada de alimentos modificados genéticamente y oferta de productos ecológicos. Así pues, los países productores tienen que aumentar las inversiones en gestión del agua, tecnología agrícola y diversificar sus economías de los productos básicos utilizando los ingresos extraordinarios de los períodos de bonanza para reforzar la economía con el fin de afrontar la siguiente crisis, en lugar de

desperdiciarlos en inútiles proyectos megalómanos de infraestructuras o subvenciones. Asimismo, los períodos de excedentes de ingresos deberían emplearse para reducir la deuda y evitar una parada repentina cuando los dólares baratos dejen de llegar.

Ésa fue la diferencia entre Arabia Saudí y Venezuela durante el boom de las materias primas. Arabia Saudí redujo su deuda de una media del 38,5 por ciento a un mínimo histórico del 1,6 por ciento del PIB en 2014, lo cual permitió al país asumir grandes déficits para financiar el gasto público cuando el precio del petróleo se desplomó. En el caso de Venezuela, el país desperdició más de 300.000 millones de dólares de excedente de ingresos y experimentó una disminución constante de las reservas de divisas y una enorme inflación cuando cayeron los precios del crudo. Para colmo de males, la política de nacionalización de miles de empresas dejó al país incapacitado, con compañías expropiadas y mal gestionadas que acabaron quebrando o con unos niveles de producción próximos a los más bajos en décadas.

Además de eso, tomar las medidas necesarias para garantizar amplias reservas de divisas y controlar el exceso de crédito en las familias y las industrias es fundamental. Reconocer que los ciclos se vuelven más cortos y que el impacto de una crisis económica y monetaria se sentirá durante muchos años es una parte esencial de un gobierno sensato. Pero admitir, después de muchas décadas, que el gasto en infraestructuras debe analizarse adecuadamente de manera que no se convierta en un peso sobre el crecimiento potencial de la economía es igualmente esencial.

Pensemos en las naciones consumidoras. Los países desarrollados disponen de una serie de herramientas mucho mejores para reaccionar ante un shock de los productos básicos, pero también están mal preparados para los shocks financieros que suelen llegar a continuación. Y, lo que es más preocupante, las naciones desarrolladas son las primeras en caer en la trampa de creer en el crecimiento exponencial de sus socios comerciales y el espejismo de la riqueza del mercado emergente incluso cuando proceden de sus propias políticas de expansión.

Lo que sucede es que la mayor parte del crédito para financiar los elefantes blancos y el exceso de gasto de los mercados emergentes se origina

en las naciones desarrolladas. Cuando tiene lugar un shock como el descrito, el capital de las instituciones financieras disminuye drásticamente, el impacto de los préstamos de difícil cobro afecta también al crédito a las empresas y familias del país desarrollado, por no hablar de los desequilibrios generados por esas mismas empresas que creían en el espejismo e invirtieron excesivamente en economías de riesgo en busca de crecimiento e inflación.

A veces los bancos actúan bien

No pierdas el tiempo siempre pensando en los años perdidos.

ADRIAN SMITH

Ese riesgo se contuvo adecuadamente cuando tuvo lugar la crisis de energía de alto riesgo (*high yield*) de 2014 y 2015. Las compañías energéticas habían experimentado un acceso sin precedentes a los mercados de deuda durante el boom de los productos básicos creado por la Reserva Federal y pudieron financiar inversiones en bienes de capital y crecimiento con financiación barata. En 2005, la energía se situaba en torno al 4,5 por ciento en el mercado de alto rendimiento, es decir, entre los bonos con mayor riesgo y mayor rentabilidad. En 2014, la energía había subido al 15 por ciento.[215]

A pesar de que algunos medios y algunos comentaristas pronosticaban una burbuja equivalente a la inmobiliaria, ésta no se produjo. Los bancos estaban muy preocupados por el aumento del riesgo de la energía muchos años antes del máximo alcanzado por los bonos de alto rendimiento. En ese sentido, las sindicaciones mediante las cuales los bancos reducen el riesgo al compartirlo con muchos otros eran la norma. Además, a diferencia de lo que sucedía en el mercado inmobiliario antes de la crisis, esos préstamos respaldados por activos estaban respaldados también por un importante nivel de transacciones de fusiones y adquisiciones que garantizaban que existía una valoración mínima. Esos préstamos no valían cero.

Del total de la deuda de alto rendimiento de Estados Unidos, menos del 15 por ciento correspondía a energía, incluyendo las inversiones en solar, y

del total de la deuda de máxima calificación, menos del 15 por ciento correspondía a energía, la electricidad incluida. El hecho de que más del 89 por ciento de la producción de Estados Unidos correspondiera a grandes empresas con poca deuda aseguraba que cualquier crisis desencadenaría un boom en las transacciones de activos provocada por depredadores a la caza de gangas. Por tanto, aunque el mercado pudiera considerar que el 25 por ciento de esa deuda era «impagable», el impacto sobre la economía y el sector sería muy pequeño.

En un informe de 2016 titulado «¿Debería la Fed preocuparse por el sector de la energía?», el Deutsche Bank mostró que la tasa de incumplimiento no había superado el 5 por ciento, pues se había situado entre el 9 y el 14 por ciento en el período comprendido entre 2008-2009. De las 120 empresas en las que se concentraba el 95 por ciento de la producción de petróleo de Estados Unidos, 97 tenían una deuda sobre EBITDA[216] inferior a 1.6x y 79 inferior a 0.6x. Se habían llevado a cabo aumentos de capital de más de 90.000 millones de dólares, por lo que, a pesar del aumento del riesgo, no fue comparable a la burbuja inmobiliaria.

Ese temor a que se repitiese una concentración de riesgo parecida produjo un resultado completamente diferente. Sí, muchas pequeñas empresas energéticas ineficientes incurrieron en impago, y el diferencial con el que las compañías de mayor riesgo recibieron préstamos en relación con el *investment grade* (máxima calificación) se disparó… Con todo, el efecto dominó generado por la crisis de las *subprime* no se repitió ni desembocó en un desplome financiero y económico.

¿Lección aprendida? En realidad, no del todo. Muchos de esos riesgos simplemente se disfrazaron con el aumento de exceso de liquidez generado por los bancos centrales. Sin embargo, en el período comprendido entre 2014 y 2016 pudimos ver que, a pesar de las muchas dificultades sufridas por los mercados emergentes, la energía y los bancos europeos, ninguno de esos hechos tuvo como resultado una enorme crisis financiera.

El impresionante ejemplo del Banco Central de

Rusia

Oh, esos rusos.

FRANK FARIAN

Como hemos comentado, veinticinco bancos centrales de todo el mundo se sumaron a la Reserva Federal y adoptaron medidas agresivas para impulsar el crecimiento. Las herramientas principales fueron, obviamente, bajar los tipos de interés y devaluar. Y como es aún más evidente, el resultado fue que el crecimiento no mejoró y la represión financiera no hizo más que debilitar el consumo y la capacidad de pago de la deuda. Eso se denomina «política de empobrecer al vecino», porque la idea es devaluar la moneda, impulsar la competitividad, incrementar las exportaciones, y todo ello gracias al país al que intentamos vender nuestros bienes y servicios. ¡Qué gran idea aprovecharnos de nuestros socios comerciales creando enormes desequilibrios en nuestra economía!

La devaluación, como hemos dicho, no es más que una subvención encubierta a sectores clientelistas a expensas de los ahorradores, pero, en ocasiones, se trata simplemente del proceso de hacerse cargo de una exuberancia previa en la moneda y de un exceso que está llegando a su fin.

Hay un banco central en el mundo que se negó a endulzar los desequilibrios de la economía bajando tipos de interés o con el gas de la risa monetario. El de Rusia, ¡quién lo iba a decir! La gobernadora, Elvira Nabiullina, no cayó en la trampa de bajar los tipos de interés e imprimir dinero para tratar de impulsar las inversiones como fuera. Por el contrario, su política consistió en controlar de cerca los incentivos perversos, para lo que penalizó a los bancos por no provisionar los préstamos de difícil cobro, realizó ajustes muy leves en los tipos de interés y permitió que la economía se adaptara a un menor precio del petróleo y a un entorno macroeconómico diferente sin inflar burbujas de activos financieros. Muchos de los participantes en el mercado la criticaron por aplicar una política monetaria de «quien bien te quiere te hará llorar», totalmente contraria a la tendencia seguida por los bancos centrales de América Latina y la OCDE.

Mientras que otros ampliaron su balance drásticamente,[217] comprando valores soberanos y respaldados por activos, los activos del banco central ruso agregaban metales preciosos y depósitos, y el tamaño de su balance en relación con el PIB era una ínfima parte comparada con cualquiera de sus homólogos de la OCDE. Los tipos se mantuvieron altos y se contuvo la liquidez, lo que puso en primer plano la política de mantener importantes reservas de divisas y oro en relación con la defensa de las valoraciones de activos financieros. La inmensa mayoría del presupuesto de Rusia es en rublos, lo cual permitió al país reducir la deuda y mantener el gasto en términos locales a pesar de la devaluación consecuencia de la bajada de precios del petróleo —no provocada por el banco central— y las sanciones externas, así como un nivel de inflación que el banco central reconoció como parte de los fundamentos de la economía y que fue cubierto adecuadamente por los salarios.

Y tuvo razón. La política monetaria no se convirtió en un vehículo para el exceso de apalancamiento y para enormes burbujas de activos. Sí, los mercados cayeron y el gasto público se contuvo en términos reales, pero la economía se reforzó porque estaba mejor preparada para superar un período de dificultades, sin negar la realidad, y cuando el precio del petróleo —la fuente de ingresos de exportación más importante del país— subiese y se levantasen las sanciones, la economía estaría mucho más saneada.

En una entrevista, la gobernadora del banco central ruso explicó lo siguiente:[218]

> Lo primero que vemos es que el factor limitador clave de la inversión no es tanto nuestros tipos de interés elevados ni nuestra política monetaria rigurosa como las limitaciones estructurales, el estado del clima de inversión, etc. Por tanto, creemos que mediante nuestra decisión acerca de los tipos no reduciremos el crecimiento económico y que los problemas del mismo tienen su origen en limitaciones estructurales. Por otra parte, la economía de nuestro país tendrá que aprender a vivir con un trasfondo de tipos de interés adecuados, lo que significa que tendremos que invertir en la mejora de la productividad de la mano de obra, y mejorar la eficiencia y reducir los costes, y ésa es precisamente la clase de señal que nuestra política monetaria está enviando al mercado.

Para 2016, cuando los precios del petróleo se habían estabilizado y los

desequilibrios de la economía rusa se habían contenido en gran medida, la gobernadora del Banco Central podía sentirse muy satisfecha de ser uno de los pocos países productores de materias primas que no habían perjudicado el crecimiento potencial de su economía a largo plazo apostando por la política monetaria para disfrazar la realidad, ni habían promovido la asunción de enormes cantidades de deuda que habrían acabado siendo una carga para las generaciones futuras.

Gracias a la política del banco central ruso, el país no tuvo que aumentar los impuestos —uno de los regímenes fiscales más atractivos del mundo, con un impuesto bajo de tipo único— para pagar el exceso de deuda que el gobierno hubiera acumulado de haber seguido el «ejemplo» de otros bancos centrales. Gracias a esta política de «quien bien te quiere te ayudará a afrontar el futuro» (no llorar), el país no tuvo que rescatar a las entidades financieras sobreapalancadas, con lo que mantuvo un control muy estricto e inflexible sobre los préstamos de alto riesgo.

La realidad es que Elvira Nabiullina y su equipo siguieron un planteamiento casi austríaco de la política monetaria, esto es, el de reconocer que los ciclos existen. No trató de engañar a los mercados o al gobierno pensando que los tipos bajos y la creciente liquidez impulsarían la inversión, porque llevó a cabo un análisis absolutamente certero de los puntos estructurales fuertes y débiles. Su objetivo no era aumentar el PIB artificialmente ni engañar a nadie con el «efecto riqueza» inflando los precios de los activos, era, por el contrario, el de ayudar a la economía a soportar las dificultades de un ciclo de recesión sin dañarla aún más. Y lo logró. En mi opinión, la política del banco central de Rusia durante el repentino parón de los mercados emergentes fue un ejemplo de lo que debe hacerse para salir de un período difícil reforzados y con abundantes instrumentos políticos para afrontar cualquier reto futuro.

Así pues, las lecciones que las economías emergentes y desarrolladas podrían extraer del banco central ruso son innumerables: no negar los ciclos, evitar seguir directrices de ciencia ficción, poner en práctica una política que reconozca los problemas estructurales sin tratar de disfrazarlos y, sobre todo, negarse a dejar una carga enorme a las generaciones futuras en forma de

deuda y de burbujas financieras únicamente para perpetuar los errores del pasado.

Bravo, Elvira. Pocos economistas y banqueros que sigan la línea keynesiana dominante reconocerán tus excelentes análisis y política, pero el país y los ciudadanos se sienten claramente más fuertes.

El banco central de Rusia no cayó en la gran trampa. Y deberíamos aprender esa lección.

Capítulo 10

Lecciones para los bancos centrales. El estancamiento secular y los multiplicadores fiscales

> Y cuanto más alto suban, más dura será la caída para todos.
>
> JIMMY CLIFF

Hemos analizado muchos de los elementos clave del fracaso de la trampa del banco central. Resumamos unos cuantos:

- Crear burbujas que deben mantenerse posteriormente para evitar una crisis financiera.
- Tratar de resolver un problema de deuda con más deuda.
- Asumir que la inversión y el crecimiento son bajos debido a un problema de la demanda, no a uno estructural.
- Generar daños colaterales en los mercados emergentes y las materias primas.

En épocas recientes, hemos sido testigos de otro efecto secundario preocupante: la reacción de los votantes contra la clase dirigente se vuelve

más agresiva a medida que los ciudadanos perciben que todos esos estímulos masivos no les llegan. Pero también hemos mencionado unas cuantas acciones que han funcionado, desde el banco central ruso al BCE cuando alertó sobre las reformas estructurales, y a Arabia Saudí, que redujo deuda cuando la burbuja se infló.

Sin embargo, los bancos centrales de las principales economías están perdiendo la credibilidad al incumplir sus objetivos y dar estimaciones fallidas. Por ello, deben tomar medidas para hacer frente a esta situación.

Empecemos con unas cuantas recomendaciones.

No nos dejemos engañar de nuevo

Me pongo de rodillas y rezo por que no nos engañen de nuevo.

THE WHO

Uno de los principales errores de los bancos centrales es ofrecer previsiones extremadamente detalladas que nunca o casi nunca se cumplen.

En el capítulo en el que tratamos el error del palo de hockey mostramos que la discrepancia entre el impacto estimado de la política monetaria y la realidad ha sido en ocasiones del ciento por ciento. Los banqueros centrales tienen infinidad de excusas para justificar esos errores, pero la realidad es que los inversores, las empresas y las familias ya no creen en esas previsiones. Por otra parte, como hemos podido comprobar mediante diversas encuestas de opinión, se llega a un punto en el que el impacto es en realidad el contrario al que se espera, de manera que la primera solución es que los bancos centrales proporcionen una orientación más estricta, con sensibilidades más complejas.

La famosa cita de Bernanke de que la política monetaria es un 98 por ciento de comunicación y un 2 por ciento de acción es verdad. Eso si hay credibilidad; es decir, si el mercado y los agentes económicos pierden credibilidad, no importará, porque ni la acción ni la comunicación funcionarán. Los bancos centrales centran el ciento por ciento de su

comunicación en lo que se llama orientación (*guidance*, en inglés) sobre las expectativas de impacto de su política monetaria en los datos económicos. Y los objetivos no deberían ser sobre agregados macroeconómicos como el PIB o la tasa de desempleo, por no hablar de la inflación que, como mucho, es una consecuencia, no un objetivo. Por el contrario, la orientación a los mercados y agentes debería referirse a aquello de lo que trata realmente el dinero: créditos a corto plazo, beneficios para las pymes, y controlar esa orientación mensualmente. En la orientación, la coherencia y la credibilidad son esenciales.

Descartemos los grandes titulares sobre el PIB y el empleo, pues son, en el mejor de los casos, segundas derivadas de la política monetaria. Al intentar mostrar que la política está hecha únicamente para el público en general, en lugar de contribuir al saneamiento de las variables financieras, los bancos centrales han destruido su credibilidad.

Pensar que comprar bonos crea empleo es como pensar que bailar en círculo atrae la lluvia

Los bancos centrales recuperarán la credibilidad cuando muestren los beneficios de la política monetaria centrando los titulares principales en el mecanismo de transmisión de crédito, pues los ciudadanos pueden entender los beneficios a corto plazo de mejorar los préstamos a las pymes o el titular más importante de todos: las acciones llevadas a cabo para reforzar a los bancos sin perjudicar a la economía real. Pero lo más relevante de todo ello es que los bancos centrales deben evitar lanzar mensajes para «apaciguar» a los mercados financieros.

Por otro lado, si un banco central quiere conseguir transmitir un mensaje creíble al público en general, no puede limitarse a emplear palabras vacías, pues el ciudadano medio no es tonto, sabe que estas instituciones acaban orientando todas sus medidas al sector financiero por miedo a la reacción del

mercado.

Si este libro llega a manos de algún gobernador de un banco central, probablemente diga que todo lo que he mencionado en los párrafos inmediatamente anteriores se encuentra recogido en los informes ultradetallados que elaboran. Se equivoca. Uno puede elaborar un informe de cien páginas en las que exponga numerosos factores sobre política monetaria, pero eso supone negar el hecho de que las previsiones han sido la fuerza impulsora del mensaje a la sociedad y que los bancos centrales han perdido su credibilidad al errar en sus propios pronósticos una y otra vez. Vuelvo a referirme al excelente artículo de Paul Romer.[219]

Sé que no es la intención ni del personal ni de los directores de los bancos centrales perder la credibilidad y cometer errores en sus predicciones, del mismo modo que no es la intención de un analista sobreestimar los beneficios de las empresas que analiza, pero no entender que, durante el proceso, están perdiendo credibilidad, y que eso es algo excepcionalmente peligroso para todos ellos, es un gran riesgo.

La credibilidad de una moneda como reserva de valor generalmente aceptada depende de la credibilidad de su política económica y de su banco central

Por consiguiente, resulta imprescindible que las predicciones se centren exclusivamente en los elementos en los cuales el personal de los bancos centrales tiene evidencias claras de correlación y causalidad. Es imprescindible que utilicen la sensibilidad en sus análisis y también resulta indispensable que la orientación sea clara y que los presupuestos básicos que hay tras esa orientación se planteen de entrada y en detalle.

Hay una razón por la cual el ciudadano medio rechaza a los bancos centrales como alquimistas: no existen sólo dos factores que influyen en la economía real, pues los tipos de interés y la masa monetaria son simplemente

dos elementos, pero hay muchos más. Ignorar el envejecimiento de la población, la sobrecapacidad, la carga fiscal y tantos otros datos es peligroso porque centra la atención en el fracaso del banco central y los gobiernos, mientras tanto, se quedan de manos cruzadas y a la vez culpan a la política monetaria de su inacción.

Hay una importante mejoría de credibilidad en las recientes declaraciones de algunos de los bancos centrales, menos simplistas y más centradas en aspectos estructurales, pero no puedo dejar de insistir en la importancia de gestionar la comunicación y la orientación de manera mucho más realista. Y ser realista implica también reconocer los riesgos de los activos financieros.

Negar las burbujas se encuentra en el primer lugar de la lista de críticas a los bancos centrales. ¿Cómo va un inversor o un ciudadano corriente a confiar en los mayores expertos en economía y finanzas si éstos son incapaces de reconocer, y en ocasiones llegan incluso a justificar, la evidente burbuja de los mercados financieros?

No ha habido un solo banco central que haya predicho una crisis o alertado sobre una burbuja de manera contundente. Por eso deben cambiar

Por lo tanto, si los bancos centrales se han equivocado siempre en esos factores, no podemos darles el beneficio de la duda, pues es extremadamente peligroso que unas entidades con un poder tan inmenso ignoren los riesgos precisamente de los factores más sintomáticos de las crisis. Por ejemplo, el BCE dice que «no ve señales de burbuja». ¿De verdad? Yo se las enseño. No sólo el porcentaje de la deuda acumulada de los países en el balance está a máximos, sino que las primas de riesgo están a mínimos. ¿Quién compraría bonos de Estados europeos con cupones de 1-1,5 por ciento si el BCE no fuera el mayor adquiriente? Nadie. Los bonos de alto riesgo de la eurozona están cotizando con los cupones más bajos de la serie histórica a pesar de que

las agencias de calificación mantienen que la capacidad de repago de la deuda no ha mejorado. ¿Quién financiaría esos bonos de alto riesgo si el BCE no mantuviese tipos tan bajos?

Mientras tanto, la bolsa (Eurostoxx 50) cotizaba a 20 veces beneficios (PER) en mayo de 2017 y 8,3 veces valor firma sobre beneficios operativos (EV/EBITDA) a pesar de llevar ocho años con beneficios estancados y márgenes bajos. Las transacciones en activos de infraestructura, en busca de un poco de rentabilidad, se han encarecido hasta multiplicar sus múltiplos por cinco en tres años, que ya superaban los 16-19 veces EBITDA en mayo de 2017. Y la ya mencionada liquidez excesiva que se ha multiplicado por siete desde que se lanzó el QE. ¿Burbujas? No. Burbujones.

La política de comunicación y orientación de los bancos centrales tiene que cambiar en su totalidad. Debe centrarse en aquellos puntos en los que la causalidad es real y no justificar la razón por la cual no sucede posteriormente, y debe alertar sobre los riesgos en valoraciones de activos financieros a la vez que analiza el mercado secundario. Olvidémonos de los mensajes de los alquimistas.

Draghi ha cambiado la política de comunicaciones refiriéndose constantemente a reformas estructurales, riesgos de desaceleración y elementos fundamentales, pero sigue sin decir nada sobre los riesgos de rentabilidades tan bajas en bonos y de valoraciones tan altas en todos los activos financieros.

Hay elementos relevantes de mejora, especialmente en cuanto a la deuda soberana. Mostrar a los gobiernos el riesgo de añadir más deuda brilla por su ausencia en los grandes titulares, y es un enorme factor en la credibilidad de la comunicación. El Banco Central Europeo, por ejemplo, debería exponer los impactos en el pago de intereses y en los déficits públicos de un aumento del 1 por ciento de los tipos y dejarlo totalmente claro a los votantes antes de hacer promesas de más gasto y del inevitable fin de la expansión cuantitativa.

Mejorar la credibilidad de la comunicación es un factor determinante, pues ayudará a los ciudadanos a entender las acciones y, lo que es más importante, a evitar que una masa enfurecida de votantes piense que les están robando y engañando, y decida votar a los defensores radicales de las

soluciones mágicas. El propósito de un banco central es ayudar a mitigar el impacto del proceso de solucionar los desequilibrios en la economía, no perpetuarlos.

No hay romance sin finanzas

> No hay romance sin finanzas; si quieres estar conmigo tienes que tener un T-R-A-B-A-J-O.
>
> GWEN GUTHRIE

Existe una manera de evitar —o al menos de minimizar— la acumulación de riesgo en los activos financieros. Y no se trata de acabar con los bancos centrales, volver al patrón oro o algo parecido, lo que, en el mundo actual de endeudamiento masivo sería imposible de llevar a cabo porque, incluso si un país lo hiciera, los otros miembros del sistema de reserva de moneda probablemente no podrían seguir sus pasos.

La respuesta está en no ampliar sin control el balance del banco central, aunque muchos nos digan a diario que eso no tiene consecuencias negativas porque no hay inflación… Sólo que sí la hay: una inflación enorme en los activos financieros. Además, las expectativas de inflación ya estaban aumentando rápidamente en 2016, y el Banco de Japón, el BCE y muchos otros bancos centrales continuaron ampliando su balance como si nada sucediera.

La monetización de la deuda y esconder los bonos bajo la alfombra del banco central es exactamente lo mismo que cualquier otra forma de asunción de riesgo excesiva. Y la burbuja de bonos es simplemente espectacular, tanto que, como explicamos antes, en junio de 2017, Argentina, un país que ha hecho impago de la deuda ocho veces en doscientos años, pudo emitir un bono a cien años con demanda tres veces superior a la oferta.

En la economía moderna, la mayor parte del dinero adopta la forma de depósitos bancarios, pero a menudo no se entiende cómo se crean esos depósitos. Veámoslo. La principal manera de hacerlo es mediante los

préstamos que realizan los bancos comerciales; es decir, cada vez que un banco hace un préstamo, crea al mismo tiempo un depósito correspondiente en la cuenta bancaria del prestatario, con lo que se crea dinero nuevo.

Hoy en día, el modo real de crear dinero difiere de la descripción que se encuentra en algunos manuales de economía:

- En vez de que los bancos reciban depósitos cuando los hogares ahorran y luego los presten, los préstamos bancarios crean depósitos.
- En épocas normales, el banco central no fija la cantidad de dinero en circulación, ni el dinero del banco central se «multiplica» en más préstamos y depósitos.

Aunque los bancos comerciales crean dinero dando préstamos, no pueden hacerlo gratuitamente y sin límites.[220] ¿Cómo hacerlo entonces? He aquí la solución. Por un lado, los bancos centrales deberían controlar la masa monetaria y el aumento del crédito en relación con el PIB real. Si la masa monetaria superase el crecimiento histórico del PIB de los últimos cinco años, eso sería una primera señal de exceso. No obstante, debe de ser más complejo, pues la oferta de dinero y el aumento del crédito deben analizarse también en función de su calidad.

Si queremos realizar un análisis adecuado de los sectores y los ámbitos en los que la acumulación de aumento de crédito y los incrementos de precio de dicho activo o sector, éstos deberían también controlarse adecuadamente, no para justificar incrementos anormales como un «nuevo paradigma», sino como medida contra el riesgo. De hecho, los bancos centrales deberían contar con herramientas que avisaran contundentemente sobre el incremento del suministro de crédito.

Puede que ahora digas que eso ya ocurre, pero no es así. No hay más que ver la cadena de quiebras de bancos italianos o similares. Tengamos en cuenta, en primer lugar, las señales de los precios de los bonos y activos de riesgo frente a sus fundamentos. Los bancos centrales pueden monitorizar la mejora de la capacidad de pago de la deuda y existen numerosos datos procedentes de las agencias de calificación. Cuando los préstamos suben, la

rentabilidad baja y, al mismo tiempo, hay una tendencia subyacente de empeoramiento de la solvencia y la liquidez, con lo que el banco central debe emprender acciones para evitar una burbuja.

En realidad, un banco central debería usar las mismas herramientas de análisis fundamental y de riesgo que emplea un gran *hedge fund* o un fondo de pensiones. No es una casualidad que los inversores de verdad, los analistas independientes, sean los que hayan identificado burbujas y crisis, y los bancos centrales, no. Cuando pienso en ello, siempre me acuerdo de una charla que ofreció Carl Icahn, uno de los mejores inversores del mundo, en la que decía: «¿No saben encontrar burbujas? Pregúnteme a mí».

Bajar los tipos de interés solamente puede ser una medida que ayuda a la economía si existe una indudable discrepancia entre el riesgo real y el mercado; es decir, nunca, conclusión a la que el lector habrá llegado sin duda. Por ejemplo, puede argumentarse que la crisis del euro ha provocado un riesgo desproporcionado basado en la preocupación por la posible salida de la moneda única. Eso es una anomalía o, como mínimo, puede provocar el pánico, a menos que lo que se genere sea una preocupación real por la solvencia con o sin el euro.

La solución podría implicar bajar los tipos de interés, pero durante un período muy corto, aunque no es necesario, porque, al final, es simplemente cuestión de confianza. En ese sentido, Mario Draghi hizo más por la estabilidad de Europa al pronunciar las famosas palabras «haremos todo lo necesario y, créanme, será suficiente»[221] que al comprar bonos del Estado por un valor de 80.000 millones de euros al mes mientras creaba un exceso de liquidez de más de un billón de euros.

Asimismo, los bancos centrales deberían haber analizado las tendencias de aumento de la inversión y el crédito usando períodos históricos más largos, con el fin de evitar hacer previsiones de exceso o falta de inversión fijándose en un período que era claramente una anomalía. Si los bancos centrales tienen en cuenta las inversiones respecto a los ahorros en un período de veinte años, en lugar de fijarse en los últimos cinco, su análisis de que los ahorros son «excesivos» o «demasiado pocos» variaría enormemente. Por tanto, la principal característica de una política monetaria sensata debería ser

cambiar el objetivo. La estabilidad de los precios es importante, pero no la inflación por inflación.

Evitar que la masa monetaria crezca más que el PIB real reduce enormemente el riesgo de burbujas. Monitorizar la causalidad real entre tipos de interés e inversión, también. Y bajar por bajar los tipos de interés es una receta para la creación de burbujas.

El banco central debería entender que, si la decisión de una empresa de llevar a cabo una inversión no se produjo con los tipos al 1 por ciento, tampoco se producirá con los tipos al 0,5 por ciento. De hecho, los gobiernos y los bancos centrales deberían ser conscientes de que, si la inversión de una empresa no es viable al 1 por ciento y se vuelve viable al 0,5 por ciento, no sólo se trata de una inversión enormemente peligrosa, sino de una garantía de fracaso.

La ley que establece que la rentabilidad disminuye con la bajada de los tipos de interés es muy evidente después de que se hayan producido más de seiscientas bajadas. Creer que los tipos de interés negativos cambiarían esa espiral de estancamiento es ilusorio.

Representación esquemática de los efectos que se producen cuando la tasa de reposición es negativa

FRICCIONES					RIESGOS
Bajar la tasa de reposición a	Tasa de depósitos (familias)	Tipo acreedor	Canal de tasa de interés	Efectivo rentable	Riesgos de estabilidad adicionales a diferentes niveles de tasa de reposición
Ligeramente negativa	No sigue	Sigue	OK	No	Riesgo exagerado
		Sigue parcialmente	Débil	Para algunos	FRN, reasignación de depósitos
		No sigue	Muy débil	Para muchos	
Muy negativa	Sigue	Sigue	Débil	Para la mayoría	Riesgos de liquidez para los bancos

Fuente: BNP.

Los tipos de interés reales negativos, como hemos mencionado anteriormente, fomentan los préstamos de riesgo a corto plazo y la inversión en activos financieros líquidos, y desincentivan los préstamos a largo plazo en la economía real. Si los bancos centrales controlan esas variables adecuadamente y se olvidan de datos agregados y objetivos para los cuales la política monetaria no presenta causalidad, los riesgos que hemos apuntado a lo largo de este libro quedarían mitigados considerablemente.

- Una estrecha supervisión de la calidad y acumulación de crédito por activo y sector.
- Un análisis más profundo de la valoración de activos y bonos de riesgo.
- Una mejor comprensión del mecanismo de transmisión, en la que se reconozcan los problemas estructurales externos al coste y la disponibilidad del crédito (sobrecapacidad, demanda real).

Entender el papel de un banco central debería servir tanto para ayudar a evitar pánicos innecesarios como para atajar la euforia injustificada, pues ésta es tan peligrosa como aquéllos.

Neofisherismo

Otra solución que está tomando relevancia es el llamado «neofisherismo», [222] como referencia a Irving Fisher. La idea es que, como ya hemos visto, bajar tipos de interés no sólo no aumenta la inflación, sino que mantiene sus expectativas a la baja. Los bancos centrales y el consenso keynesiano siempre han estimado que bajar los tipos aumenta la inflación, pero no tenían en cuenta la ley de los retornos disminuyentes. Tal vez eso ocurriera bajando tipos de 12 a 10 por ciento, pero de 2 a 0 por ciento claramente no.

¿Por qué? Creo que lo hemos explicado con detalle, pero es obvio que las decisiones de consumo e inversión no cambian porque los tipos sean bajos o ultrabajos, pero, sobre todo, es más que evidente que perpetúan la zombificación y el estancamiento refinanciando sectores obsoletos y de baja productividad.

La teoría de Irving Fisher es diferente, y los neofisherianos defienden que la inflación subirá si aumentan los tipos de interés nominales. Desde un punto de vista intuitivo y siguiendo mis argumentos en este libro, tendría lógica: subir tipos haría más competitivo el negocio bancario, se limpiaría parte de la capacidad excedentaria al tener que vender o liquidar préstamos «zombis», los agentes económicos percibirían que los tipos no van a mantenerse ultrabajos eternamente y, con toda probabilidad, cambiarían sus decisiones de ahorro por otras de inversión y consumo. Además, el ahorro dejaría de penalizarse.

Los argumentos de los neofisherianos contrastan radicalmente con los keynesianos que defienden los tipos reales negativos y la represión financiera como elemento que sólo puede aumentarse para obligar a inversores y ahorradores a claudicar.

Desde luego, la idea tiene mérito y Fisher, que fue un gran economista estudioso de la inflación y creador del IPC, pero a la vez inversor bursátil, era un buen conocedor de todos esos incentivos perversos que hemos mencionado en el libro. Pero Fisher no vivió una época de deuda global al 325 por ciento del PIB ni una situación tan evidente de saturación y déficits generalizados en los Estados. De hecho, Fisher analizaba una economía que, si sufría de algo, era de un déficit de formación bruta de capital, no una acumulación de exceso de ésta.

Por lo tanto, la pregunta que nos debemos hacer es: ¿Cuánto deberían subir los tipos? Fisher y sus acólitos parten de la base de un tipo de interés siempre fijado por el banco central y planificado. Así pues, el riesgo de error de esta teoría se encuentra en el hecho de que es muy difícil que los bancos centrales subieran los tipos hasta un nivel cercano al que el mercado aceptase para llevar a cabo ese proceso de gasto e inversión que pretenden conseguir. Otro riesgo es el de no tener en cuenta el aumento del coste de capital adicional para las empresas.

Por lo menos, esta nueva aportación tiene un concepto claro, que es la importancia de evitar los incentivos perversos de la política expansiva. Pero, claro, si hablamos de subir los tipos nominales de referencia de 0 a 2 por ciento, seguirán estando por debajo de la curva.

Lo que me parece interesante es el debate. ¿A nadie se le ha ocurrido plantear que ni una cosa ni la otra, es decir, que ni tipos artificialmente bajados ni artificialmente subidos, sino libres? Pues sí, un mercado abierto y libre donde no se incentive el exceso de ningún agente y tampoco se rescate no necesita tipos negativos ni intervenidos,[223] pero como vivimos en la realidad y los bancos centrales no van a desaparecer, no nos vendría mal escuchar a ese grupo en su llamada a detener la carrera hacia cero del estímulo que estanca y del bombero pirómano. Si bien es más que probable que tampoco consiguieran su añorada «inflación por decreto», al menos volver a cierta lógica económica ayudaría a todos.

No olvidemos que Irving Fisher, siendo un economista claramente defensor de las políticas de demanda, también lo era de que los bancos tuvieran un ciento por ciento de coeficiente de reserva de depósitos (que no

se endeudaran de manera agresiva), y defendía una intervención mínima del gobierno en la economía, centrada en aspectos muy concretos como la sanidad, la educación o defensa.

¿Incumplir todas las normas?

> A nadie le importa si vivo o muero, así que ¿por qué no poner un poco de acción en mi vida?
>
> ROB HALFORD

El aumento del crédito es importante si se trata de deuda productiva. Por consiguiente, la regulación del sistema financiero debe ser más sencilla y centrarse más en la calidad y menos en los incentivos perversos. Por otro lado, el exceso de regulación es tan negativo como la falta de ésta, pues provoca los mismos incentivos perversos, esto es, desequilibrios excesivos. Y el banco central, como tal, debería intentar evitar confiar en el aumento del crédito como única escala de medición sin entender de qué se compone.

La regulación tiene que ser sencilla y eficaz. Ahora bien, la mayor parte del exceso de regulación que hemos visto en los últimos años se debe a tratar de solucionar y proteger el sistema de la última crisis, no de la próxima. Así las cosas, los reguladores de todo el mundo están elaborando millones de páginas de normas para evitar los desequilibrios de 2008, no los actuales. Y la principal razón por la cual la regulación tiende a fracasar es que los gobiernos y los reguladores confunden cantidad —numerosos informes y clasificaciones— con calidad. La otra razón fundamental es que la regulación tiende a incentivar la asunción de un riesgo excesivo en activos considerados de bajo riesgo por los propios reguladores, y de ahí vendrá la siguiente crisis. Pensemos, por ejemplo, en la Unión Europea, en la cual los documentos fundacionales y toda la regulación bancaria se basaba en el principio de que los bonos del Estado tenían riesgo cero. En pocas palabras, escondieron la bomba de relojería bajo las normas.

Crear cientos de páginas de nuevas reglas cada semana no funciona, sobre

todo cuando incluyen como elemento esencial «la deuda soberana no tiene riesgo» o «las necesidades de capital para prestar a las administraciones públicas es menor que para prestar a las empresas». Por el contrario, controlar la acumulación y la calidad de los préstamos sí funciona. Y eso se hace desde un análisis riguroso, no con unos *stress test* que se convierten en justificaciones de desequilibrios, no en análisis de riesgo. Por ejemplo, la UE siempre tendrá más problemas a la hora de salir de las crisis y ver cómo sus bancos solucionan sus desequilibrios, porque los préstamos se valoran mediante una combinación de valor de mercado y valoración teórica hecha desde los propios bancos (*mark to value*). ¿Y eso qué significa? Pues que los bancos pueden contabilizar activos en sus libros con una valoración mucho más elevada de la que el mercado pagaría por esos activos, y lo justifican diciendo que el precio de mercado es una valoración a muy corto plazo y que han realizado una amplia investigación para demostrar que el valor contable de esos activos es muy superior al que determinarían las transacciones del mercado.

Así pues, a finales de 2016, años después de la recesión, no es de extrañar que los bancos europeos fueran más lentos y menos eficaces a la hora de afrontar la crisis. Y tampoco debe sorprendernos que cotizasen con un enorme descuento respecto al valor contable en comparación con sus homólogos de Estados Unidos, pues muy pocos inversores creen en ese «valor contable».

Sí, realizar constantemente valoraciones a precio de mercado como hacen los bancos de Estados Unidos puede crear problemas a corto plazo cuando caen los mercados, pero también ayuda a que las entidades estén en contacto con la realidad, a que eviten la acumulación de préstamos de difícil cobro y que los tengan que refinanciar constantemente, y que deban adoptar medidas más agresivas para devolver su rescate. Por lo tanto, no debe ser una sorpresa saber que Estados Unidos recuperó el dinero prestado a los bancos del programa TARP con intereses, mientras que, en Europa, la mayoría de los rescates han sido simplemente dinero perdido. En última instancia, los mercados tienen un efecto sanador y, cuanto más se aproxime la regulación a su realidad y a la de la oferta y la demanda, mejor.[224]

Los políticos europeos no entienden que los bancos no pueden reducir la deuda y ampliar el crédito en todas partes al mismo tiempo. Sin embargo, eso es exactamente lo que los gobiernos exigen al sector bancario. Más crédito, pero un desapalancamiento masivo. Esto es, soplar y sorber.

Europa elabora más de doscientas páginas de nuevas regulaciones por semana,[225] y eso no sólo no evita las crisis, sino que hace que el proceso de saneamiento y adaptación a la normativa sea más lento. Cada año se aprueban en Bruselas unas 3.076 normas, a un ritmo de 18 cada día. La media para el período 2008-2012 sólo en España es de 715.043 páginas publicadas cada año.[226] En el caso específico de los bancos, sólo el comité de supervisión de Basilea (el BCBS) supone 453 documentos con 16.230 páginas,[227] a lo que hay que añadir regulaciones adicionales del BCE, la EBA, nacionales, locales y normas que suman unas 180 normas diarias.[228] Ese proceso de constantes cambios de regulación no fortalece los balances del sector financiero, sino que los debilita, puesto que las revisiones constantes sabotean el proceso de desinversión e introducen incertidumbre, la cual asusta a la demanda, y las valoraciones de las carteras de préstamos se van reduciendo, lo que agrava la recesión.

La crisis financiera europea no fue una crisis de desregulación o de bancos privados (la amplia mayoría de las instituciones financieras europeas eran de titularidad semipública o estaban controladas por políticos en 2006). Se han publicado miles de páginas sobre regulación cada año desde la creación de la Unión Europea y de la Autoridad Bancaria Europea (ABE). En Europa, la regulación y supervisión son y han sido siempre enormes. Pero es que ninguna regulación ni supervisión va a solucionar la exigencia de prestar a las administraciones públicas sin capital o casi sin él, o la exigencia de dar crédito a quien no se lo puede permitir para que se compre una casa, o financiar suelo como «labor social».

Por el contrario, se trató de una crisis de un modelo económico endeudado demasiado dependiente de los bancos comerciales y de un sistema demasiado intervenido. La regulación excesiva, compleja y burocrática ha prolongado la agonía de la industria durante muchos años, en lugar de facilitar las condiciones del mercado necesarias para que hubiera aumentos de

capital y venta de activos. Y, a pesar de la detallada y compleja regulación de la eurozona, entre 2008 y 2011 Europa gastó 4,5 billones (el 37 por ciento del PIB de la Unión Europea) en ayudas a las instituciones europeas, muchas de ellas públicas y estrechamente supervisadas. Más regulación no solucionará el problema.

Los bancos europeos sufren lo que se denomina un «problema de endogeneidad»[229] y es muy evidente en la regulación. La endogeneidad en econometría se produce «cuando hay una correlación entre el parámetro o variable y el término de error, y puede surgir como resultado de un error de medición, autorregresión con autocorrelación de errores, simultaneidad y variables omitidas».[230] ¿Qué significa esto? Pues que, a la hora de analizar riesgos, muchas variables se confunden con causales y otras no se valoran adecuadamente. El Bundesbank aprecia distintos problemas en el modelo bancario por concentración, crecimiento y mercados interconectados. Y la regulación no soluciona esos problemas en muchos casos, como es el de la interconexión entre riesgo público e impacto en préstamos de otros sectores; simplemente no se valora de forma adecuada.

Y es precisamente la intervención excesiva la que impide una solución rápida y quirúrgica a las dificultades del sector financiero. Si la banca está esperando meses al siguiente documento de Basilea, y luego tiene que analizarlo y entenderlo, no ya aplicarlo, pasan años hasta que las reglas son claras. El exceso de celo en la normativa, en un intento por crear reglas para todos los casos y posibilidades imaginables, no sólo es un ejercicio inútil, ya que es imposible predecir todos los posibles casos, sino que es peligroso.

Con la introducción de más mercado se evitan muchos más riesgos, pero cuando se imponen los tipos, la cantidad de dinero y la decisión sobre qué tipo de préstamo necesita más o menos capital, no es ya que el sector financiero haya estado regulado, es que siempre ha estado intervenido. Como he dicho anteriormente, la regulación debe ser eficaz y sencilla. En Europa no lo es y en Estados Unidos empeoró.

La resolución de 2013 del Eurogrupo acerca de la recapitalización bancaria, que trataba de evitar más rescates con fondos públicos, es un ejemplo de ese problema endógeno. Fue aclamada como un éxito del modelo

de recapitalización interna,[231] pero distaba mucho de serlo. En primer lugar, porque no cerraba la puerta a la intervención unilateral del Estado, ni tampoco facilitaba la creación de mecanismos de capitalización rápida ni ponía fin al incentivo perverso de valoración teórica. Al lector no le sorprenderá saber que, tres años más tarde, uno de los principales bancos italianos tuvo que ser rescatado de nuevo con fondos públicos.

Al llevar a cabo interminables revisiones de la regulación, más de veintiséis en los últimos años, el Eurogrupo crea incertidumbre y los bancos no pueden limpiar sus balances con suficiente rapidez. Esa limpieza no puede darse si los bancos toman más dinero prestado: los bancos de Europa acumulan hasta el 45 por ciento de la deuda soberana de los países. Por tanto, el «círculo vicioso» del riesgo financiero-soberano se dispara. Los precios de las carteras de activos y créditos se deterioran mientras la situación económica empeora por las constantes subidas de impuestos y las reducciones de los ingresos disponibles, lo que crea un efecto de bola de nieve.

La represión financiera y el exceso de regulación empeoran la situación del sector financiero, y para impedir ese deterioro, Europa introduce nuevos volúmenes de cientos de páginas de regulación, lo que retrasa una vez más cualquier solución para los bancos.

Han pasado más de ocho años desde que se hiciera necesario que los bancos europeos comenzasen a reducir su deuda drásticamente, pues, según el BCE, el desapalancamiento en 2016 fue tan sólo del 35 por ciento. Los bancos necesitan capital privado y confianza para desapalancarse, y la excesiva y constante regulación, que no hace más que correr sin avanzar, provocó una disminución de la confianza y la práctica imposibilidad de recaudar capital, ya que los accionistas abandonaron el sector.[232]

De hecho, acentuar los riesgos de los accionistas, los titulares de bonos y los depositarios, pero sin mecanismos sólidos de recapitalización y liquidez, probablemente genere aún más rescates públicos (ya lo ha hecho, en Italia en junio de 2017), porque puede que no haya suficiente dinero privado cuando se necesite, lo que creará el efecto perverso de acelerar lo que el acuerdo pretende evitar. Eso es exactamente lo que sucedió en Italia y Portugal en

2016.

No hay suficiente dinero entre accionistas, titulares de bonos y depósitos de más de 100.000 euros para cubrir las pérdidas en caso de que un gran banco experimente dificultades. Todos los países europeos quieren tener su propio sector financiero «atado y controlado», pero también acceso a la cartera de los otros miembros de la eurozona, lo que hace de la recapitalización directa un riesgo moral.

Los bancos europeos han sido un arma fundamental para que los gobiernos amplíen economías débiles, lo que pone en riesgo al sector financiero sin pensar en las consecuencias: se ignora lo que es el capital básico de un banco y lo rápidamente que se desvanece si las condiciones económicas y de mercado no son favorables.

El sector financiero europeo depende peligrosamente de la fuerza de la deuda pública. Pocos bancos de la Unión Europea sobrevivirían a un recorte de los bonos soberanos y el impacto sobre las empresas y los ciudadanos en sus planes de pensiones y depósitos sería enorme. Sin embargo, la deuda pública continúa creciendo en casi todos los países miembros, mientras el crecimiento, el consumo y la inversión son torpedeados por la represión financiera.

Permitir el crecimiento y abrir las puertas a la inversión y al capital es la solución a todos esos vasos comunicantes que convergen en el sector financiero. Atraer capital, crear un entorno favorable a las inversiones, aumentando los ingresos disponibles y el crecimiento económico, recapitalizaría los bancos, sus activos recobrarían valor, las empresas y las familias serían capaces de pagar sus deudas y todo el sistema se recuperaría rápidamente. No obstante, con la represión financiera, la excesiva regulación e intervención, los políticos pueden acordar lo que quieran en otro comité, porque el agujero en la economía y la deuda pública se hace más grande y con él las dificultades que sufren los bancos, y todo cae en una espiral negativa.

Los bancos tuvieron una innegable responsabilidad en la crisis, pero no podemos ignorar el apoyo de los gobiernos y los consumidores a la excesiva y artificial ampliación del crédito. Son dos caras de la misma moneda. La

solución a una década de excesos no se va a conseguir en pocos años.

Mantengámonos juntos

> Quedémonos juntos, amándonos, aunque los tiempos sean buenos o malos, felices o tristes.
>
> AL GREEN

Los bancos centrales, los comerciales y los gobiernos forman una alianza única. Hay una innegable fuerza en el hecho de que miembros independientes dirijan la política monetaria, pero, a pesar de los constantes recordatorios de la presunta independencia del banco central, el público y los mercados perciben un vínculo incómodo y creciente.

Atrás quedaron los días en que el gobernador del banco central tomaba decisiones incómodas contrarias a las exigencias de gobiernos irresponsables. Las acciones del Banco Central de Japón, por ejemplo, están indudablemente vinculadas al gobierno y tienen por objetivo perpetuar los desequilibrios hasta que se produzca una implosión. La Reserva Federal ha defendido su independencia en numerosas ocasiones. No obstante, si el desempleo y la inflación fueran los objetivos principales, ¿cómo es que pospuso la decisión de subir los tipos de interés un escaso cuarto de punto porcentual hasta pasadas las elecciones de 2016?

Cuando las decisiones del banco central son menos técnicas y cambia el discurso, se crea una percepción negativa en los ciudadanos y demasiados incentivos perversos en los mercados.

Los bancos centrales prestan demasiada atención a los activos financieros y a los riesgos que han creado por el exceso de confianza en que la expansión monetaria artificial no provocaría consecuencias negativas. Y los gobiernos olvidan las reformas estructurales y las políticas de oferta, y dependen exclusivamente de la política monetaria para enmascarar los desequilibrios hasta las siguientes elecciones, cuando el problema se trasladará a otro. Tienen que darse cuenta de que el impacto a largo plazo de olvidar la

sostenibilidad y la estabilidad presupuestarias y de apostarlo todo a tipos bajos, devaluación y gasto significa más impuestos y menos crecimiento en el futuro.

Los bancos centrales tienen que añadir otra capa a su política: la condicionalidad

Los gobiernos no pueden limitarse a pedir más políticas expansionistas y sentarse a esperar. La política monetaria debe estar condicionada a la puesta en práctica de reformas fiscales encaminadas a promover la estabilidad, el crecimiento y la productividad.

La condicionalidad no es una sanción. Con ella se trata de evitar la acumulación de incentivos perversos en todas partes, empezando —por supuesto— por los mercados financieros. La condicionalidad del banco central a la puesta en práctica de reformas estructurales es una herramienta esencial para frenar en seco cualquier política inversora encaminada a comprar más cuando haya malas noticias porque la política monetaria se ampliará. Ese factor de condicionalidad también contribuye a que los bancos centrales no cometan errores que crean más burbujas, pone sus propios frenos.

La regla de Taylor a la que hicimos referencia en el capítulo de la «trumponomics» es parte de esa política, pero hay otras formas relevantes de aplicar adecuadamente la condicionalidad. Ésta tiene que basarse en políticas a corto y medio plazo, no en vagos llamamientos a la disciplina, pues los gobiernos siempre preferirán gastar más y ser reprendidos que emprender las acciones requeridas y pasarle el problema a otro.

Las reformas fiscales para impulsar la competitividad, los incentivos para invertir en investigación y desarrollo, reducir las subvenciones improductivas a industrias obsoletas y poner más dinero en los bolsillos de las familias son mecanismos impulsores esenciales para mejorar el modelo de crecimiento.

Negar la sobrecapacidad es un claro ejemplo de ello. Europa, de nuevo,

pasa de un plan de estímulo al plan de Juncker y al programa de infraestructuras de Moscovici, y nadie se pregunta «¿para qué?». Pero te aseguro que si los tipos subieran o se parasen las recompras y si los Estados incumplen sus compromisos, cambiaría el incentivo. Y podrás decir que existen condicionalidades y colaterales exigidos, pero debemos ser intelectualmente honestos y reconocer que no se usan con el rigor necesario. En cualquier caso, el lector pensará que los incentivos perversos no desaparecerán; pero el objetivo de este libro es ofrecer un análisis y soluciones realistas para evitar la próxima gran crisis financiera.

La condicionalidad, la supervisión del crédito, la valoración de mercado, la limitación de la masa monetaria al crecimiento del PIB real, la regla de Taylor, etc., no son medidas «anticrecimiento», sino a favor del «crecimiento sostenible».

Los mercados, los gobiernos y los bancos centrales tratarán siempre de encontrar excusas para los desequilibrios. La lección importante es que todos pueden beneficiarse de limitar mutuamente sus conductas irresponsables, y todos, especialmente los contribuyentes, se beneficiarán de un proceso cuyo método de actuación limita los ciclos de euforia y posterior depresión.

Los bancos centrales, los gobiernos y los mercados han hecho una apuesta demasiado grande para salvar las economías con políticas que, al parecer, proporcionan titulares impactantes pero olvidan los factores más importantes: las familias y las empresas.

Escapar de la gran trampa depende totalmente de que las familias y las empresas recuperen la confianza, tengan más dinero para ahorrar e invertir, inviertan inteligentemente cuando proceda, no cuando los economistas y los medios dominantes les digan, y que las acciones de los responsables políticos se centren en el equilibrio, no en las burbujas.

Capítulo 11

Cómo salir de las políticas expansionistas

Me escaparé, sí, estoy en camino.

JOURNEY

No hay nada más fácil que imprimir dinero. Al principio parece genial. Lord Keynes sostenía que, mediante la política monetaria, habían encontrado la forma de trasformar las piedras en pan. Hay gran cantidad de riqueza y el gobierno puede crear todo el dinero que sea necesario para cubrir las necesidades de todo el mundo. Pero, como ya hemos repetido a lo largo del libro, eso simplemente no funciona. El propio Ludwig von Mises respondió a Keynes con un contundente «lo que hace es convertir el pan en piedras». Y hoy en día los ciudadanos y los votantes de todo el mundo notan la represión financiera y reaccionan en contra, tal vez sin entender la causa, de manera instintiva pero cada vez más radical.

Si algo me parece una locura en esta época de deuda descontrolada, es que los medios de comunicación dominantes defiendan que las políticas de gasto y de estímulo son «sociales». Muchos de estos errores proceden de la glorificación del New Deal de Roosevelt, a pesar de que estudios de la UCLA, entre otros,[233] demuestran que la política intervencionista prolongó

la depresión siete años más. También es un error presuponer que las soluciones a las crisis modernas deberían ser las mismas que las de la Gran Depresión, ya que nuestra época es consecuencia de esos mismos excesos de gasto y crédito que hoy se nos presentan como la solución. Es decir, las crisis recientes son consecuencia de innumerables «New Deal» consecutivos.

El New Deal que fracasó

La Gran Depresión se prolongó durante casi quince años. Analizando la actuación del presidente Roosevelt durante cuatro años, Harold L. Cole y Lee E. Ohanian concluyeron en un estudio de 2004[234] que las leyes basadas en las políticas del New Deal frustraron la recuperación económica durante siete largos años, debido a las medidas contra la competencia promovidas y promulgadas por Roosevelt el 16 de junio de 1933.

> El presidente Roosevelt creía que la competencia excesiva era la responsable de la depresión por haber hecho disminuir los precios y los salarios y, por extensión, el empleo y la demanda de bienes y servicios, de modo que presentó un plan de recuperación inimaginable hoy en día, que permitía a las empresas de todos los sectores de la industria conspirar sin la amenaza de las medidas antimonopolio, y a los trabajadores exigir salarios alrededor de un 25 por ciento más elevados de lo que deberían haber sido, dadas las circunstancias del mercado. La economía estaba lista para una hermosa recuperación, pero esa recuperación se estancó por causa de esas políticas equivocadas.[235]

¿No te suena familiar? El proteccionismo que hoy proponen los populistas desde Le Pen a Podemos. Meg Sullivan lo explicó en un artículo de la UCLA. Durante los tres años siguientes a la puesta en marcha de las políticas de Roosevelt, los salarios en once industrias clave fueron como media un 25 por ciento más elevados de lo que habrían sido en otras circunstancias, según cálculos de los economistas. Pero el desempleo era también un 25 por ciento mayor de lo que debería haber sido, teniendo en cuenta el pobre desempeño de la productividad. Ello llevó a que ni se creara empleo ni se protegiese el que se mantenía, como veremos.

Mientras tanto, en diecinueve industrias, los precios fueron como media un 23 por ciento más elevados de lo que deberían haber sido, dado el estado de la economía. Al ser mucho más difícil que los consumidores pudieran permitirse los bienes y servicios, la demanda se estancó y el producto nacional bruto se fijó en un 27 por ciento por debajo de donde le habría correspondido estar.

Las políticas estaban contenidas en la Ley Nacional de Recuperación Industrial (NIRA, por sus siglas en inglés), que eximía a las industrias de las medidas antimonopolio si aceptaban celebrar acuerdos de negociación colectiva que elevaran los salarios de modo significativo. Según Cole y Ohanian, dado que las protecciones frente a las medidas antimonopolio prácticamente garantizaban precios más elevados en bienes y servicios, una amplia serie de industrias mordieron el anzuelo: en 1934, más de quinientas, que representaban casi el 80 por ciento del empleo privado no agrícola, apoyaron los acuerdos de negociación colectiva promovidos por la NIRA.

Cole y Ohanian calculan que la NIRA y sus secuelas son responsables en un 60 por ciento de que la recuperación fuese tan débil. Sin sus políticas de actuación, sostienen, la depresión habría acabado en 1936 en lugar del año en el que creen que llegó realmente a su fin: 1943. Y eso que el papel de la NIRA en la prolongación de la depresión no se ha analizado más minuciosamente porque el Tribunal Supremo declaró que la ley era inconstitucional a los dos años de su promulgación.

Por su lado, el desempleo persistió. En 1939, la tasa de desempleo de Estados Unidos era del 17,2 por ciento, algo inferior a la máxima del 24,9 por ciento de 1933, pero todavía considerablemente elevada, y además con menor actividad. La recuperación llegó sólo después de que el Departamento de Justicia multiplicara casi por cuatro los procesos antimonopolio y que el trabajo organizado sufriera una serie de reveses, según los economistas. A este respecto, dijo Cole:

> El hecho de que la depresión se prolongase durante años convenció a generaciones de economistas y responsables políticos de que no se podía confiar en el capitalismo para recuperarse de las depresiones y que se necesitaba una intervención significativa por parte del gobierno para obtener buenos resultados. Irónicamente, nuestro trabajo

> muestra que la recuperación habría sido muy rápida si el gobierno no hubiera intervenido.[236]

Hay quienes critican este análisis. Eric Rauchway[237] sostiene lo siguiente:

> Si el New Deal no puso fin a la Gran Depresión, ¿sirvió de algo? Las estadísticas históricas de Estados Unidos dicen que sí. Salvo en la recesión de 1937-1938, el desempleo disminuyó cada año durante el New Deal. Asimismo, el PIB real aumentó a un índice anual del 9 por ciento durante el primer mandato de Roosevelt y, tras la caída de 1937-1938, alrededor del 11 por ciento.

Sin embargo, durante la década de 1930, el desempleo no bajó nunca del 15 por ciento. Tras cinco años de New Deal, uno de cada cinco ciudadanos de Estados Unidos que formaba parte de la población activa estaba en paro. En 1937 había 6 millones de desempleados, y en 1938, la cifra ascendió a 10 millones.

Desgraciadamente, no fue Roosevelt, sino la guerra, la que redujo el desempleo. Alrededor del 20 por ciento de la población activa fue absorbida por la industria bélica, y se gastó un 42 por ciento del PIB durante el proceso. No obstante, en ese período la inflación era muy elevada, cercana al 20 por ciento, e incluso con un 1 por ciento de desempleo se racionaron los productos básicos.

Estados Unidos escapó finalmente de la depresión al terminar la guerra: redujo los impuestos un 33 por ciento y empezó a levantar las barreras a la competencia. Desde entonces, la realidad de cientos de casos es que el enorme intervencionismo del gobierno, que trataba de reparar la economía estableciendo límites al comercio y la competencia, provocó un mayor desequilibrio, recuperaciones más lentas y —rápidamente— otra crisis.

Sea como sea, y como mínimo, los defensores de las políticas de Roosevelt deberían ser intelectualmente honestos y entender que no es lo mismo aplicar medidas de estímulo del gasto cuando éste y la deuda son bajos y hay inactividad en la economía, que cuando la deuda se sitúa en el ciento por ciento del PIB, los déficits son enormes y el gasto público supera el 30 por ciento del PIB y sigue habiendo sobrecapacidad.

Roosevelt multiplicó la deuda por más de diez, pasando de 22.500 millones de dólares a 258.500 millones, del 34 al 95 por ciento del PIB… ¡Pero eso incluía una guerra mundial! Hoy tenemos la ilusión de que el ciento por ciento del PIB es razonable en época de paz.

Incluso teniendo en cuenta una guerra mundial, el gasto público durante el mandato de Roosevelt no superó nunca el 25 por ciento del PIB… Antes del terrible acontecimiento de la guerra, el gasto jamás alcanzó… ¡el 12,5 por ciento! ¿Y actualmente queremos «New Deal» con un gasto público medio de entre el 30 y el 50 por ciento del PIB en las principales economías de la OCDE? ¿Y además aumentar el déficit y la deuda?

Siempre que algún economista me comenta que hay que hacer un New Deal en Europa, le digo:

- Ah, bajar el gasto público, porque entonces era un 25 por ciento del PIB. Ah, eso no.
- Ah, aumentar masivamente el gasto en defensa, que es lo que hicieron. Ah, eso no.
- Ah, promover subidas de precios enormes por parte de las grandes corporaciones. Ah, eso no.
- Ah, favorecer los monopolios para «garantizar empleo». Ah, eso no.

Vaya por Dios. Vamos, que no quieren —menos mal— un New Deal. Lo que quieren es aumentar el gasto público a cualquier precio. Lo que ha ocurrido toda la vida. Y lo curioso es que desde hace décadas no hemos visto nada más que «New deal». Vivimos en un permanente New Deal con retornos disminuyentes.

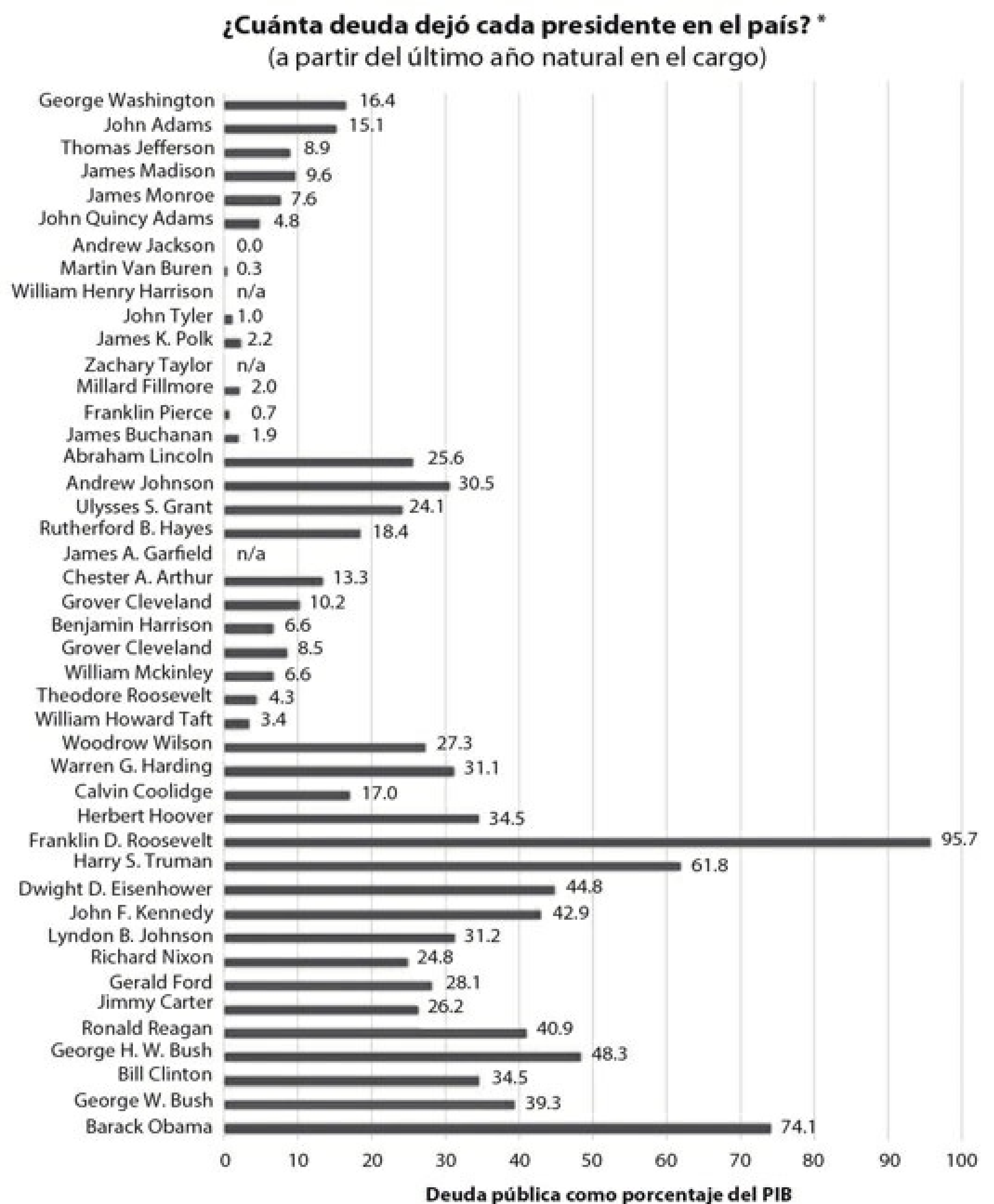


Figura 30. (*Fuente*: Oficina de Presupuestos del Congreso.)

* Solo deuda federal. La deuda federal más municipal y estatal de Estados Unidos con Obama se situaba en 106 por ciento, como explico en el libro.

A pesar de todo, los defensores del inflacionismo y de la interminable creación de dinero recurren una y otra vez a los mensajes que hemos mencionado anteriormente: «Habría sido peor» y «esta vez es diferente». Eso, mientras acusan a cualquier analista independiente de «contrafactual».

Volvemos a lo mismo. Y lo siento, pero los ciudadanos de todo el mundo ya no aceptan eso.

Como apuntábamos al principio del capítulo, Ludwig von Mises explicó:

> No sirve de nada discutir con personas impulsadas por «un fervor casi religioso» que creen que su maestro «es poseedor de la Revelación». Una de las tareas de la ciencia económica es analizar cuidadosamente cada uno de los planes inflacionistas, los de Keynes y Gesell tanto como los de sus innumerables predecesores, desde John Law hasta Major Douglas. Sin embargo, nadie debería esperar que ningún argumento lógico ni ninguna experiencia puedan debilitar el fervor casi religioso de quienes creen que alcanzarán la salvación a través del gasto y la expansión del crédito.[238]

De hecho, los ciudadanos perciben que algo está pasando. En sus bolsillos, en su riqueza.

Estamos transformando las piedras en pan

> Me convierto en piedra, cuando tú te vas, me convierto en piedra.
>
> JEFF LYNNE

Y los agentes económicos, los responsables políticos y los inversores tienen que hacer algo para evitar la creciente oleada de descontento, por otro lado absolutamente justificada. El auge del proteccionismo frente a la globalización, la adopción del populismo y las posturas extremas resultan muy sorprendentes para algunos. ¿Cómo es posible que suceda eso si las políticas de la Unión Europea, Estados Unidos y Japón son «por su propio bien»? ¿Cómo es posible que los ciudadanos sean tan desagradecidos como

para volverse contra la Unión Europea en Gran Bretaña o contra Obama en Estados Unidos, entre otros?

Muchos de ellos no entienden que una razón muy relevante para el aumento de la desigualdad en los países ricos es la represión financiera y la expansión cuantitativa, lo que beneficia de manera desproporcionada a quienes tienen acceso a crédito generalizado y cuya riqueza se encuentra en activos financieros.[239]

Standard and Poor’s, en 2016, señaló que las medidas de política monetaria del Banco de Inglaterra aliviaron el impacto de la crisis financiera de 2008-2009 y contribuyeron a la recuperación económica, pero que sus efectos secundarios amplificaron las desigualdades en cuanto a la riqueza, básicamente incrementando los precios de los activos financieros y de las viviendas.

Volvemos al cuento del «efecto riqueza». Inflar activos inmobiliarios y financieros no beneficia a las clases medias y bajas, sino a los que ya los tienen y pueden aumentar su exposición. La proporción de riqueza financiera neta en manos del 10 por ciento de la población aumentó considerablemente después de la crisis, pasando del 56 por ciento de 2008 al 65 por ciento en 2014, lo que indica que los hogares más ricos podían prever la evolución del mercado financiero desde el inicio de la expansión cuantitativa y aprovecharse de ello, con lo que aumentaron su riqueza en términos absolutos y relativos.

El motivo de esta desconexión entre el tamaño de la expansión cuantitativa y el rendimiento económico es, en parte, el canal de transmisión de la expansión cuantitativa a la economía. Cuando el banco central compra bonos del Estado, los vendedores de esos bonos deberían ampliar la zona de riesgo y comprar más activos de riesgo, incluyendo crédito y capital privado. Pero eso no sucede, o, como mínimo, no hasta el punto que les gustaría a los responsables políticos, pues el dinero se destina a activos financieros líquidos.



Figura 31. El mercado de valores se encarece.
(*Fuente*: Bloomberg.)

Por consiguiente, los inversores acumulan más activos «garantizados» por la compra del banco central. Sin embargo, esto también es un error de diagnóstico, pues los bancos centrales creen que se trata de un problema de incentivación de la demanda y el crédito, pero no es así. De manera que el exceso de liquidez no modifica el comportamiento de los agentes económicos, sino que hace más ricos a los expertos financieros.

La respuesta más fácil al aumento de la desigualdad de ingresos es echarle la culpa al capitalismo, cuando no tiene nada que ver con él y, lo que es peor, no se soluciona con una redistribución confiscatoria a toda costa. Como hemos señalado anteriormente, se trata de medidas ineficaces: más control gubernamental, «crear dinero para la gente» y más impuestos no son soluciones para las anomalías provocadas por la intervención del gobierno, la impresión de dinero y la fiscalidad excesiva.[240]

Las políticas de redistribución tienen un efecto positivo cuando las políticas de oferta y de crecimiento del sector privado y de la riqueza no se penalizan. Si la distribución es la única política, ésta no hace más que destruir la prosperidad, pues no reduce la desigualdad y sólo crea más pobres. De hecho, los votantes no votan contra la desigualdad, pues muy pocos están en

contra de una desigualdad justa si es fruto del éxito y está justificada por el trabajo duro. La desigualdad mimética, aquella que nos hace esforzarnos más y hacerlo mejor para conseguir lo que vemos que ha alcanzado un vecino o amigo con éxito, es positiva. Por su parte, la desigualdad por mérito es excelente, ya que promueve los valores de emprendimiento, excelencia y rendimiento. Y la desigualdad por herencia nunca ha sido mala, porque es precisamente la que lleva a padres a ahorrar para dejarles a sus hijos un cimiento desde el que mejorar y crecer.

Tampoco hay ningún problema si un gran experto inversor muestra un talento especial. Que Warren Buffett gane muchísimo más que un gestor de un fondo normal y corriente es también un ejemplo de desigualdad positiva. Cuando un amigo trabajaba en uno de los mayores fondos de inversión del mundo, la diferencia de salario entre los directivos y sus colaboradores menos pagados podía ser de hasta 200 a 1, pero la demanda para trabajar allí era espectacular porque… ese «uno» era un millón de dólares.

Por el contrario, la desigualdad por privilegio, el acaparamiento de riqueza fruto de políticas mal llamadas «sociales» que ponen cortapisas al ahorro y el mérito y favorecen a los sectores cercanos al poder político, es la negativa. El político, sus entidades cercanas y sectores «elegidos» acaparan esa riqueza por expropiación pasiva —la devaluación y aumento de masa monetaria— y, encima, se hace más difícil y arduo alcanzar mayores cuotas de bienestar para las clases medias, que ven sus ahorros diezmados, sus rentas asfixiadas por los impuestos y su capacidad de llegar a mejores puestos harto complicada.

Muy pocos se quejan del salario de los artistas de éxito, los principales empresarios, los grandes atletas o los creadores de empleo. Por eso, las votaciones que han resultado más sorprendentes, el *brexit*, Trump, etc., no eran a favor de medidas inflacionistas socialistas, sino a favor del *trickle down*, el goteo y las medidas de oferta de la vieja escuela.

Como me dijo un taxista en Houston una vez: «Yo no quiero que Obama le quite el dinero a los ricos, quiero que no me impida a mí conseguirlo». Y es que las políticas orientadas a la redistribución, cuando el problema de distribución en origen está en las propias políticas de represión financiera,

son simplemente una excusa. Nadie ha muerto nunca por causa de la desigualdad, lo que mata es la pobreza. Empobrecer al vecino no es una política social, es robar, es empobrecimiento por decreto.

Es posible que el lector no esté de acuerdo y considere que la expansión monetaria sea un fracaso del capitalismo, pero no tiene nada que ver con éste y sí mucho con la postura socialista y estatista que consiste en proporcionar incentivos exclusivos y excesivos a los gobiernos y a los sectores clientelistas para que accedan al capital frente a los ahorros y la riqueza de las pequeñas y medianas empresas y las familias. La primera razón de ello es que esa misma expansión monetaria llevada a cabo por el socialismo del siglo XXI —que es el mismo que el del XX— y los supuestos redistribuidores de la nada siempre lleva a más pobreza, inflación —el impuesto de los pobres— y desabastecimiento.

Los países que de verdad piensan en una distribución de la riqueza más igualitaria nunca proponen el inflacionismo y la devaluación, porque son los primeros que entienden que la inmensa mayoría de la riqueza está en la clase media, y que la inflación es un impuesto escondido, regresivo y antisocial. La pregunta es sencilla: ¿Cómo salimos de las políticas expansionistas sin caer en otra crisis que perjudique sobre todo a las familias y a los contribuyentes?

Las políticas expansivas no pueden durar eternamente y —como vimos con la QE3—, incluso sus defensores están más que sorprendidos de lo rápidamente que desaparece su idea de efecto riqueza y estabilidad. No hay nada más fácil que entrar en un período de expansión de masa monetaria, es el sueño del banquero central: promete grandes éxitos y soluciones sencillas a problemas complejos, el gobernador se hace famoso, pasa interminables horas participando en entrevistas para la radio y la televisión y todo el mundo da por sentado que él o ella es el salvador, el mago Merlín con una varita mágica. Pero no es así.

El banco central es una herramienta, no un mago. Dividir la riqueza imprimiendo billetes no crea riqueza. Y cuando el banco central pasa de ser una ayuda a ser un operador desproporcionadamente grande que sólo beneficia al gobierno, genera más problemas que beneficios.

El Consenso. La opinión dominante

Es blanco y negro, no intentes esconderlo.

MADNESS

Una vez en la trampa de la liquidez, la opinión dominante (*mainstream*, en inglés) plantea dos formas de escapar. La primera consiste en utilizar una política fiscal expansionista. Es decir, oh sorpresa, gastar más. El problema de eso en economías fuertemente endeudadas con importantes bolsas de sobrecapacidad industrial es que las políticas fiscales expansionistas tienden a consistir en que «los gobiernos gasten más» y ya hemos visto en capítulos anteriores que el gasto en infraestructuras y las políticas tradicionales a favor de la demanda incrementaban los déficits y que los elefantes blancos no creaban más crecimiento y dejaban deuda y costes operativos. Las economías se vuelven menos dinámicas y posteriormente los impuestos suben para pagar la factura. Y la evidencia empírica nos enseña que el aumento de deuda más agresivo y el estancamiento se han dado en esos países que no llevaron a cabo ningún tipo de austeridad, como explicábamos anteriormente.

La segunda consiste en reducir el suelo del tipo de interés nominal cero. Esta segunda opción implica pagar interés negativo en los «bonos al portador» —moneda y divisas, es decir «gravar el dinero», como propugnaba Gesell—, lo que también reduciría, según parte del consenso, la probabilidad de acabar cayendo en la trampa de la liquidez. De nuevo, no es así. Los tipos negativos hacen que los bancos y los agentes económicos sean más cautelosos y los inversores prefieren recibir un pequeño beneficio que perder más dinero en otras clases de activos. El dinero va a fondos cotizados (ETF, por sus siglas en inglés), activos líquidos especulativos a corto plazo.

Gravar los depósitos equivale a realizar «reformas monetarias» periódicas, es decir, conversiones forzosas de moneda «vieja» en moneda «nueva». Y los términos de la conversión pueden determinarse para obtener un tipo de interés positivo o negativo en la moneda, pero es probable que haya costes de oportunidad considerables asociados a tales planes. En ese

caso, la pregunta que plantea la política es: ¿Cuánto coste de oportunidad es necesario para llenar una brecha de producción?[241] La respuesta es evidente: puede que la brecha de producción no se agrande, pero se perpetúa con los tipos negativos reales. En los capítulos anteriores, hemos visto lo vano que resulta tratar de fomentar la demanda mediante la represión financiera.

Svensson hablaba incluso de la «forma infalible»[242] de salir de la trampa de la liquidez en 2003. Veámoslo. La forma «óptima» conllevaba tres elementos: 1) un compromiso explícito del banco central con un nivel de precios más alto en el futuro; 2) una actuación concreta que demuestre el compromiso del banco central, cree expectativas de un nivel de precios más alto en el futuro y ponga en marcha la economía; y 3) una estrategia de salida que especifique cuándo y cómo volver a la normalidad.

Por supuesto, esta «forma infalible», que es exactamente la que recomendaba el consenso, aplicada punto por punto, ha dado como resultado un menor crecimiento, más deudas y burbujas de activos financieros. En 2016, hasta los economistas que defendían esta política hablaban de un estancamiento secular. El problema de esas soluciones es que todas ellas ignoraban las reformas estructurales y la importancia de prestar atención al impacto de la creciente represión financiera sobre la renta disponible de los consumidores y las preocupaciones de las empresas acerca de la economía.

Creer que la planificación central va a desplegar su magia para generar crecimiento es algo que raramente se cuestiona en la mayoría de los artículos académicos. Y si no funciona, no se debe a esa alquimia, sino a que a la receta para convertir piedras en pan le falta un ingrediente, a que los ciudadanos malvados y las empresas ruines no hacen lo que la hoja de Excel indica.

Werning,[243] que secunda este enfoque, afirma que la política monetaria promueve tanto la inflación como un boom de la producción, aunque este último sea más que dudoso, además de plantear una descomposición del gasto según motivos «oportunistas» y de «estímulo». Ese camino se ha probado una y otra vez, pero siempre fracasa cuando las variables clave, la saturación de la deuda y la inactividad económica permanecen, porque esas

partidas de gasto las incrementan y perpetúan.

Otros son más equilibrados. La versión de la regla de Taylor, basada en el tipo de interés de Schmitt-Grohé y Uribe,[244] plantea una política diseñada para elevar las expectativas inflacionistas a lo largo del tiempo y, al mismo tiempo, mantener el principio de Taylor acerca del objetivo previsto de la inflación. A lo que esta teoría aspira es a lograr un «impulso» a corto plazo de los tipos de interés que no requiere un posicionamiento fiscalista (o no ricardiano). Este método de «expansión equilibrada» tiene sentido cuando el exceso de ahorro de las familias y las empresas proviene de un coste demasiado alto de los préstamos, y esos agentes económicos estarían dispuestos a gastar más e invertir si las condiciones financieras fueran menos rígidas. No obstante, ninguno de esos casos se ha dado en la formación de la gran trampa en la OCDE, pues los intereses ya eran extremadamente bajos y los proyectos creíbles con una rentabilidad económica real tenían abundante acceso al crédito. Ése fue el método seguido por el BCE, entre otros.

En realidad, todas esas propuestas, a las que se añade el neofisherismo que comentábamos con anterioridad, siguen el principio del resultado mágico de los estímulos de la demanda, de la política centralizada y dirigida. Algunos, como se ha demostrado en el pasado, pueden tener efectos positivos en períodos en los que la deuda y el exceso de estímulos no sean la norma, como el actual. Pero, en general, las defensas de las políticas monetarias expansivas a toda costa suelen encallar porque, mientras defienden sin contemplaciones la represión financiera y las decisiones planificadoras, olvidan con demasiada frecuencia la importancia de las reformas estructurales, empezando por la más importante: el dinero donde está mejor es en el bolsillo del que lo gana.

La oferta es la respuesta

Te has llevado todo lo que hay, ahora te toca dar un poco.

GEORGE MICHAEL

Mi opinión difiere de esas opciones. En primer lugar, porque la mejor manera de salir de la gran trampa de la liquidez es no crear otra mayor. Pero, una vez que ha sucedido, ¿qué se puede hacer? Lo primero que deberíamos señalar es que sí, los mercados caerán hasta reflejar los múltiplos reales y la rentabilidad de los bonos inflados subirá. Es ridículo pensar que eso no sucederá después de haber inflado los precios de los activos durante años. Por lo tanto, aquí lo importante es ayudar a los ciudadanos y a las pymes a darse cuenta de que los mercados financieros no son un reflejo exacto de la economía real y que algo a lo que están poco expuestos no les perjudicará, como hemos señalado anteriormente.

Esa reducción de la exuberancia racional puede darse de manera gradual mientras los inversores encuentran oportunidades más atractivas en la economía real. ¿Y eso cómo puede suceder? Las bajadas de impuestos son un factor determinante. Si se deja respirar a la economía, las pymes prosperan, aumenta el consumo y los ahorros —sí, los ahorros— mejoran. La riqueza y la prosperidad siempre proceden del ahorro, no de la deuda.

La idea de que para los gobiernos es mejor gastar el dinero que otros no quieren gastar y que, por tanto, no se pueden bajar los impuestos porque los ciudadanos —los muy malvados— decidirán ahorrar una parte, es una absoluta tontería. En primer lugar, porque no hay pruebas de que el gobierno sepa mejor que tú qué hacer con el dinero. De hecho, se ha comprobado que lo hace peor. Cada vez que leo cálculos de futuros ingresos fiscales si los países subieran los impuestos a los «ricos» y a las grandes empresas, me asombra la ingenuidad que supone pensar que todos los afectados se quedarán quietos y no reaccionarán. Por el contrario, nunca he visto ni un sólo cálculo que refleje la pérdida potencial de actividad económica y salida de capitales. Todos esos «ingresos previstos» dan por sentado que no cambiaría nada. Y me preocupa nuestra poca amplitud de miras. Uno de los efectos de la represión fiscal es que el capital simplemente decide no invertir, o irse, y lleva a *inversion deals*.

¿Y eso qué es? Imagina que una empresa tiene que pagar muchos impuestos. Puede que decida adquirir otra o fusionarse con ella en un país con condiciones fiscales más favorables y trasladar la sede corporativa a esa

nación. De esta manera, el nuevo grupo, además de las razones estratégicas para la fusión, se beneficia de un régimen fiscal no confiscatorio. Eso mismo ocurre en Estados Unidos: la empresa fusionada debe tener menos del 80 por ciento de su base accionarial en Estados Unidos y, como mínimo, el 25 por ciento de la actividad del nuevo grupo debería generarse en el lugar donde se encuentra la nueva sede corporativa.

El problema, en la mayoría de los casos, no es sólo la carga fiscal, sino la burocracia y los obstáculos a la hora de generar actividad económica. Muchas de las empresas que han abandonado Estados Unidos en los últimos ocho años hasta 2016 para trasladarse a Canadá o Irlanda también lo hicieron porque las condiciones para desarrollar su actividad eran más atractivas. Dada la complejidad que entraña desplazarse a otro país, esas transacciones suelen tener, por lo general, una lógica estratégica muy clara. Las fusiones «criticadas» por el gobierno de Estados Unidos desde 2004 han creado más de 6 millones de puestos de trabajo en todo el mundo y han generado globalmente mayores ingresos fiscales en los países en que operan.[245]

Según el Congreso, entre 2015 y 2024, 18.500 millones de dólares de ingresos fiscales podrían perderse por causa de estos *inversion deals*. No se habló, sin embargo, de cuánto más podría ganar Estados Unidos reduciendo cinco puntos el tipo del impuesto de sociedades, una cantidad aún mayor si asumimos los mismos márgenes y beneficios de 2014 y un crecimiento anual del PIB del 1,6 por ciento.[246] Esa preocupación por los «ingresos perdidos» no existiría si los impuestos bajasen a niveles adecuados. ¿Es una carrera hacia el cero en la que los otros países disminuirían aún más su tasa impositiva? Por supuesto que no, puesto que las empresas trabajan con muchas escalas de riesgo y oportunidad. Si los impuestos son competitivos, no se moverán por pequeñas diferencias. Hay muchos otros factores relevantes.

En Estados Unidos, el tipo del impuesto de sociedades es uno de los más elevados de la OCDE. Y en lugar de reducirlo, se aplicaron leyes para evitar los *inversion deals*, una en 1983 y otra en 2004. El Congreso impuso su «American Jobs Creation Act» (ley de creación de empleo de Estados Unidos) de 2004. Y luego hablan de Trump y el proteccionismo. Como era de

esperar, antes de que pasara demasiado tiempo, los *inversion deals* se aceleraron: entre 2007 y 2014, gran cantidad de empresas abandonaron Estados Unidos para establecerse en países más favorables para la actividad empresarial, de hecho, lo hizo una cantidad mayor que en todo el período comprendido entre 1981 y 2003, según el Congressional Research Service.

La represión legislativa y los llamamientos al patriotismo, e incluso las virulentas proclamaciones de boicot a las compañías han fracasado. Y en 2016, la nueva administración se planteó reducir el impuesto de sociedades al 17 por ciento en 2017, lo que es un paso lógico.

La recaudación fiscal aumenta con la actividad económica, no debido a una decisión de un comité

En el caso español, se repiten mantras que demonizan a las empresas. ¿Es verdad que las compañías logran «beneficios récord» pero cada vez pagan menos? No, no es verdad. Según datos de la propia Agencia Tributaria, el resultado contable positivo en 2007 era de 218.019 millones de euros. En 2015, tras años de recuperación, se situaba en 209.361 millones de euros. Mientras tanto, la base imponible consolidada (la parte sujeta a gravamen) se desplomaba de 177.514 millones de euros, por acumulación de pérdidas en la crisis, a 80.591 millones. Menos de la mitad.

¿Es un paraíso fiscal para las empresas? ¿Pagan poco? La media de rentabilidad sobre el capital empleado de las empresas españolas está por debajo de su coste de capital, un elemento sobre el que incide Moody’s y el propio BCE, y, a pesar de la recuperación, no sólo no se han recuperado los beneficios, sino que el número de empresas en pérdidas sigue siendo muy alto y muy relevante. El número de sociedades con beneficios en 2007 era del 51,9 por ciento, pero es que antes de la crisis era del 53 por ciento. Muy bajo. El último dato oficial de la Agencia Tributaria en 2016 lo sitúa en el 44 por ciento. Es decir, la mayoría de las empresas en España estaban en pérdidas.

En el sector público, por ejemplo, las empresas estatales aumentaron un 80 por ciento sus pérdidas en 2015 frente al beneficio de 341 millones que se preveía. Mucho más difícil será que publiquen un beneficio de 200 millones como se estima para 2018, lo cual supondría más que duplicar su desempeño del año anterior. Esas empresas ya están perdidas en cuanto a «contribuir al impuesto de sociedades».

En comparación con su base imponible, las grandes compañías pagan un tipo efectivo del 18,7 por ciento mientras que las de menor tamaño se recauda un 18,6 por ciento. Si se ajusta por las deducciones por doble imposición —en beneficios que ya han tributado en origen—, el tipo efectivo es del 22 por ciento comparado con el 23 por ciento de las pymes.

Incluso si aceptáramos el mantra de los intervencionistas sobre el tipo efectivo, veríamos que, según la Agencia Tributaria el tipo efectivo pagado en el impuesto de sociedades en 2015 es del 24,1 por ciento, casi cuatro puntos por encima del tipo efectivo pagado en 2007, que era del 19,9 por ciento. A pesar de la caída de beneficios y de la actividad económica en el período 2007-2015, ese tipo efectivo se encuentra hoy en día por encima del récord de 2006 (23,3 por ciento). Si España fuera un paraíso fiscal para las empresas, tendríamos que hacer turnos dobles en el Registro para dar de alta a las que vienen, y no ocurre.

Eliminar deducciones no sube la recaudación, sino que limita la inversión. Y ante todo, eliminar deducciones tiene un objetivo recaudatorio casi inexistente a corto plazo que cercena los ingresos a largo porque ataca la inversión. Veamos por qué.

¿Qué se va a conseguir eliminando deducciones del impuesto de sociedades? Se argumenta que se recaudarían 4.500 millones más, un cálculo extraoptimista que asume que nada cambiaría ni en la inversión ni en la entrada y creación de empresas. En España, la media de error en el cálculo de ingresos por cambios tributarios es de un 1 por ciento del PIB hasta un 1,7 por ciento. Casi nada. Para creérselo. Eso sí, de las subvenciones, ni palabra. ¿Y por qué se demonizan las deducciones y no se dice nada sobre las subvenciones? Porque las primeras no dan poder al político y las segundas son fuente de favores y prebendas.

Empecemos por las deducciones y las subvenciones que no se van a tocar: el sector del automóvil, el agrícola, el constructor, el minero, el renovable o industriales subvencionados, cuya tasa efectiva es hasta 10 puntos más baja que la media y, en muchos casos, inexistente. Y, por supuesto, no van a tocar a los bancos, ya que eliminar los DTA (deducciones fiscales por pérdidas anteriores) supondría su quiebra en cadena, ya que cercenaría su capital (los DTA computan como tal). Con ello, el espejismo de los 4.500 millones de supuestos ingresos desaparece. Pero, por el contrario, la evidencia de los casi 10.000 millones de subvenciones permanece.

¿Qué deducciones hay que pretendan eliminar? Deducción por I+D+i, que permite desgravar el 17 por ciento de los gastos del personal investigador y un 8 por ciento de las inversiones realizadas menos la compra de inmuebles. Deducción por inversión de beneficios en nuevo equipamiento e inmovilizado, que permite deducir entre el 5 y el 10 por ciento de la cuota íntegra. Deducción por gastos de formación profesional, o por creación de empleo para trabajadores con discapacidad, que son mínimas. Deducciones por creación de empleo indefinido. En pocas palabras: cargarse la inversión en investigación y la mejora de la calidad del empleo. Incluso si asumiéramos que las grandes empresas pasasen a una tasa efectiva igual a la de las pymes, el efecto recaudatorio no llegaría, en el mejor de los casos, a menos de una cuarta parte de lo que prometen.

¿No hay riesgo de fuga de empresas? Que las grandes empresas en España tengan casi el 56 por ciento de sus beneficios fuera del país es una bendición. Si eso no llega a ocurrir, hoy estarían en quiebra la mayoría, tras la crisis. El que piense que eso se soluciona creando otra megaburbuja interna no sabe sumar. El mercado interno, con un 25 por ciento de sobrecapacidad, no suple al resto del mundo. Es evidente.

El cortoplacismo fiscal tiene un impacto inmediato en menor inversión y menos empresas, menos empleo y limitar el cambio del patrón de crecimiento. Se sostiene a los sectores rentistas y subvencionados y se penaliza a los de alta productividad. Si Estados Unidos baja el impuesto de sociedades al 17 por ciento, y los países líderes poseen una tasa efectiva del 10 al 20 por ciento… Lo único que vamos a conseguir es destruir las bases

imponibles de nuevo. En Corea del Sur, país que muchos intervencionistas utilizan —para lo que les da la gana— como ejemplo, la tasa efectiva para inversión extranjera llega a un mínimo del 2 por ciento. Y si encima se plantean medidas como elevar al tipo local, la tributación de inversiones en el extranjero, sería devastador. Cobrarle en España a una empresa multinacional la diferencia entre lo que tributa en el país donde invierte y la tasa de nuestro país es garantía de que dichas inversiones y empresas huyan.

Imagina que inviertes en el Reino Unido, pagas impuestos efectivos del 15-16 por ciento y el fisco español se apropia de la diferencia hasta el 25 por ciento porque tú eres propietario de una empresa española con sede en España. Vamos, porque sí. ¿Qué vas a hacer? Las maletas.

Cómo subir la recaudación del impuesto de sociedades sin hundir el país

España necesita una revolución fiscal, pero es la contraria a la que nos intentan hacer tragar algunos. Para aumentar la recaudación del impuesto de sociedades lo que hay que hacer es:

a) Restaurar las bases imponibles atrayendo más empresas e inversiones de alto valor añadido. Bajar impuestos, un tipo único y bajo que permita que la transición de las pymes a gran empresa se acelere y que se atraiga capital, financiándolo parcialmente con el recorte de subvenciones a sectores improductivos y obsoletos. Sostener sectores rentistas, con lo que ni aumentan las bases imponibles ni se cambia el patrón de crecimiento, ni se recauda. Es decir, aumentar las bases imponibles con impuestos bajos pensando en la recaudación de futuro.

b) Muchas más grandes compañías. El 50 por ciento de la recaudación del impuesto de sociedades viene del 1 por ciento de las empresas, por lo que demonizarlas ideológico, no lógico. Se necesitan muchas más grandes compañías y debemos atraerlas con una fiscalidad competitiva.

c) Luchar contra el fraude es muy necesario, pero contar para ello con

cifras estimadas sobre ingresos futuros claramente infladas con el fin de financiar gastos reales en la actualidad es, como mínimo, imprudente. Las estimaciones de fraude fiscal suelen utilizarse como excusa para gastar más que como incentivo para que surjan las bases imponibles. Además, es un engaño, ya que no se recaudaría ni de lejos la cifra necesaria para atajar el desequilibrio de las cuentas, tan sólo se conseguiría un efecto mínimo de una sola vez, y éste no soluciona el déficit estructural. Y no olvidemos que la inmensa mayoría de esas estimaciones no calculan el fraude ilegal, sino ingresos «deseados» por mayores impuestos.

En definitiva, la solución para el problema de España no es subir el impuesto de sociedades ni mucho menos eliminar deducciones, sino tener en cuenta los beneficios y el tejido empresarial. Se trata de un país con empresas muy pequeñas, muy cíclicas y con debilidades estructurales ya evidentes en la época de bonanza, por lo que hay que atraer muchas más compañías, mucho más grandes y crear mayor empleo. Es decir, que el porcentaje de pymes y microempresas no sea tan elevado y que puedan crecer y aumentar las bases imponibles, además de alojar en nuestro país a otras grandes multinacionales. Cualquier otra medida fracasará y estaremos hablando de lo mismo en seis años.

¿Significa eso que desaparezcan los impuestos y los servicios públicos? No. Significa un uso más eficiente de los enormes recursos de que disponen los gobiernos, y que en su mayor parte se destinen a las mejores inversiones que puede llevar a cabo el sector público: apoyar a la educación y a la sanidad. Nótese la palabra «apoyar». No confundamos educación y sanidad con utilizar subterfugios para aumentar los desequilibrios y el despilfarro, y menos aún para adoctrinar.

Las bajadas de impuestos son esenciales para permitir que la economía se recupere y para contribuir al aumento de la renta disponible cuando la incertidumbre por la economía y el mercado laboral hagan que no suban los salarios.[247] Si la economía recupera inversión, consumo y crecimiento, los salarios subirán a medida que la sobrecapacidad se reduzca y la inactividad desaparezca. Y, por otro lado, subir los tipos de interés es esencial para reducir la sobrecapacidad y permitir que los bancos se recuperen. Todo ello

permitirá cierta destrucción creativa en sectores obsoletos, los bancos podrán prestar dinero con tipos de interés más cercanos al riesgo real, y el motor del crecimiento procederá de sectores con mayor productividad que no necesitan subvenciones ocultas de devaluación ni tipos bajos para prosperar.

Las reformas estructurales deben aplicarse bajo la forma de menos gasto con más eficiencia, pero también tienen que ser reformas claras que favorezcan la inversión en investigación y desarrollo en el sector privado, de manera que estos campos tengan una clara rentabilidad económica y muchas probabilidades de hacer que las empresas prosperen y creen más puestos de trabajo.

Promover una actitud emprendedora y la creación de nuevas empresas es también esencial para poner fin a la inactividad del mercado laboral. Centrarte en crear tu propio empleo en lugar de en encontrarlo.

Credibilidad y política monetaria

Al mismo tiempo, los bancos centrales deben tener un calendario de su política monetaria muy claro en lo que se refiere a la fecha de término de sus programas con el fin de que no se precipiten y acaben de esta forma con la credibilidad.

La Reserva Federal no puede prometer cuatro subidas de tipos y llevar a cabo sólo una si los datos de empleo no agrícola se mantienen sólidos y continúa habiendo crecimiento, porque tal vez la desaceleración pueda justificar que haya sólo dos subidas de tipos, pero no una. La credibilidad es esencial para que los mercados financieros se tomen en serio las advertencias y las comunicaciones, y no sigan creyendo que «eso no va a suceder».

El desarrollo de la política monetaria tiene que llevarse a cabo con el objetivo anteriormente mencionado de confirmar que se aplican las reformas estructurales y se controla el gasto público. La condicionalidad, por tanto, es determinante. Cuidado con los mercados financieros. Los instintos animales no pueden dictar una política encaminada a recuperar la renta disponible, la riqueza y las oportunidades para los empleos fuera del ámbito financiero y las

familias. Pero no se les puede pasar por alto. Por tanto, una política de comunicación coordinada para evitar asumir riesgos excesivos debe ir acompañada de audaces medidas microeconómicas de incentivación fiscal, políticas de crecimiento y pruebas de que el sector privado se ha recuperado y está contratando e invirtiendo con confianza.

Reducir el gasto público deficitario es parte esencial de esa generación de confianza, en ese caso del gobierno. Los déficits implican impuestos más elevados en el futuro, grandes desequilibrios que surgirán en situaciones de crisis o de altas cifras de desempleo cuando el efecto placebo llegue a su fin. Por tanto, el control de los déficits es parte integral de la generación de confianza. La Unión Europea ha hecho esfuerzos en este sentido, pero no los suficientes.

Se debería continuar con la supervisión del sector financiero y utilizar un período de tipos más elevados para continuar creando capital básico y amortizando préstamos de difícil cobro. Será una época difícil, pero no más exigente que el período comprendido entre 2014 y 2016, y las entidades saldrán reforzadas, con un mayor acceso al capital privado al mismo tiempo que los márgenes mejoran.

Sin embargo, el sector financiero no puede limitarse a apostar a que a los bancos les vaya mejor. Las economías con un grave problema de sobrecapacidad y excesiva dependencia de la economía real en cuanto a la financiación bancaria deben emprender también reformas estructurales para contribuir a la diversificación y modernización de las pymes y las familias a través de Fintech y *crowdfunding* o *crowdlending*. Todas ésas son medidas que tienen que aplicarse con objetivos claros e inmediatos con el fin de no cometer el mismo error que Japón cuando «olvidó» la tercera flecha.

En resumen, esas políticas que hemos esbozado en esta parte del libro se deben a la necesaria recuperación de la credibilidad de gobiernos y bancos centrales mientras los ciudadanos perciben un fuerte compromiso en cuanto a poner fin a los incentivos perversos de lo que se ha denominado el *establishment*, tal vez de manera injusta. Pero es importante contar con controles y contrapesos adecuados, no sólo con incentivos, sino con desincentivos cuando no se toman las medidas adecuadas.

Durante más de cincuenta años, se ha funcionado en un entorno en el que el factor dominante de la política económica y monetaria ha consistido en políticas de demanda y en las erróneamente denominadas medidas «expansivas», que han provocado enormes ciclos de euforia y depresión que suceden cada vez con mayor frecuencia y dejan por el camino a más miembros de la clase media.

Ha llegado el momento de volver a las políticas de oferta, en las que la inflación no es un objetivo, sino que debe serlo una mejora en el crecimiento que sitúe en primer plano la renta disponible, y en las que acabar con el predominio de los mercados financieros debe ser prioritario y hacerse mediante precios de activos siempre al alza, así como un factor esencial para aportar capital y liquidez a la economía real de manera que ésta pueda prosperar, no dinero barato para elefantes blancos y gasto corriente de escasa productividad.

Las políticas de oferta pretenden que el mercado libre funcione de manera más eficiente, para lo que hay que reducir las interferencias del gobierno y mejorar la economía, pero también los ingresos fiscales, y centrarse en los beneficios de una mayor competencia, mercados libres y mejora de la productividad. Así como, reducir la burocracia y las barreras de entrada para impulsar la competitividad. Hay que limitar la actuación del gobierno en la economía a una regulación sencilla y eficaz, apartarse de una intervención directa en sectores específicos, reducir subvenciones improductivas, recortar la burocracia y permitir que la competencia absorba la sobrecapacidad y mejore la tecnología y el desarrollo. Así como reducir el impuesto sobre la renta y el de sociedades con el fin de impulsar el crecimiento, aumentar el consumo y permitir el desapalancamiento mientras se produce crecimiento económico.

Debe haber más investigación y desarrollo, educación y formación en el sector privado, encaminados a maximizar la producción y la rentabilidad económica real de las inversiones en I+D, centrarse en ideas que se conviertan en startups y, a su vez, en empresas que impulsen el empleo y el crecimiento. Educación y formación para adaptarse a un mundo que cambia rápidamente y en el que los estudiantes y los ciudadanos tienen que aprender

para ser «líderes del cambio».

Se debe reducir el gasto público sin menoscabar el servicio y la calidad. La sanidad y la educación no pueden valorarse en función de cuánto se gasta en ellas, sino por lo bien que prestan el servicio con la calidad requerida. Hay que desarrollar programas de eficiencia para centrar el gasto público en el servicio real, no en aumentar la gestión presupuestaria. Y también reducir la burocracia y el papeleo, que añaden coste a las empresas sin que ello represente ninguna mejora en la productividad de la economía. Y no nos olvidemos de desarrollar infraestructuras modernas sin incentivos perversos: un programa de infraestructuras del sector privado financiado por peajes e incentivos fiscales, no mediante subvenciones directas.

Las políticas de oferta desempeñan un papel importante en la lucha contra una baja demanda agregada que atrapa a la economía en el «límite inferior de cero» (ZBL, por sus siglas en inglés) de los tipos de interés nominal. Los futuros aumentos de la productividad o las reducciones de costes provocadas por las políticas de oferta generan un efecto de riqueza mayor que el de las políticas de demanda o las medidas de expansión cuantitativa, lo que, a su vez, hace aumentar el consumo y la producción. Dado que la economía ya tiene tipos de interés cero y negativos, los pequeños aumentos no anulan este efecto riqueza real.[248]

Las políticas de demanda tenían cierta lógica cuando el gasto público era inferior al 20 por ciento del PIB y había una necesidad inmediata y evidente de capacidad industrial y de producción, pero lo ocurrido en las últimas décadas demuestra que existe una saturación de dichas políticas y un endeudamiento excesivo. Seremos testigos de un potencial tremendo para las economías desarrolladas si olvidamos el paradigma del crecimiento a través de la deuda y recuperamos el objetivo de reconstruir la clase media situando la renta disponible y los ahorros al frente de la política.

Ésta es la única manera en que el mundo logrará escapar de la gran trampa.

Capítulo 12

La guía de los inversores para el estancamiento secular

> He viajado, he visto unas cuantas cosas, he dormido en contenedores de basura, me he colocado con reyes.
>
> KID ROCK

He celebrado numerosas reuniones con inversores en las que el mensaje principal es algo así como: «Al inversor le parece que las acciones y los bonos son muy caros, que el capital privado es demasiado arriesgado y que los tipos de interés y la devaluación ponen en riesgo sus ahorros. ¿Qué pueden hacer?».

En una época tan convulsa como la actual, negar o ignorar el impacto de la acción de los bancos centrales en los activos financieros es un error, pero mantenerse fuera del mundo de la inversión por miedo a ese impacto es peor. Por eso debemos analizar cuidadosamente nuestra posición y ser realistas sobre nuestra verdadera capacidad de asumir más riesgo.

El primer paso —y el más importante— es entender realmente cuál es tu perfil como inversor.

Cuál es mi aversión al riesgo

Una de las cosas que ha provocado la represión financiera en el inversor medio es anular por completo su tolerancia a la volatilidad. Recuerdo que en una ocasión me llamaron para participar en un debate en televisión sobre el «desplome de la bolsa». Me pregunté qué diablos había sucedido, porque no me había enterado. Pues resulta que el mercado había caído un 2 por ciento. Un 2 por ciento… «un desplome».

Los medios y la opinión pública se sentían tan cómodos inmersos en la gran trampa del banco central que la percepción de riesgo desapareció y, con ella, la idea de que las acciones y los bonos eran demasiado caros y que el comprador marginal estaba perdiendo confianza. En una reunión con inversores, un cliente me dijo: «Yo soy un inversor muy conservador, con un 4 o 5 por ciento anual me conformo». ¡Con un 4 o 5 por ciento cuando el bono a diez años de menos riesgo da rentabilidad negativa y la inflación en negativo!

Eso es parte del impacto que tiene la represión financiera y la gran trampa en nuestras expectativas: nubla la prudencia inversora y nos lleva a pensar que es conservador algo que, en realidad, es extremadamente agresivo. Debemos mirarnos al espejo y preguntarnos qué tipo de inversor somos realmente y parte de ese análisis incluye no negar la realidad.

La gran trampa debe aprovecharse, pero hay que ser conscientes de que caemos en ella, es decir, debemos tener en cuenta nuestra capacidad de asunción de riesgo y nuestra tolerancia real a la volatilidad. Y, como el surfista que se «sube» a una ola, debemos saber cuándo bajarnos, para no sufrir un accidente. De hecho, para el inversor y el ahorrador es imperativo aprovechar la trampa, porque si no, quejándonos de la manipulación del dinero y su precio, se va erosionando nuestra riqueza y nuestros depósitos.

La trampa del banco central puede ser una buena fuente de beneficios, pero también debemos entender que, en 2016, ya hay al menos dos generaciones consecutivas de operadores de mercado que no han visto más que políticas expansionistas. ¿Y eso qué significa? Pues que los propios expertos estamos contaminados porque nuestra experiencia está basada en

una carrera en la que, cuando las cosas iban mal en bolsa o bonos, se contaba, se esperaba, se confiaba en la actuación inflacionista del bombero pirómano de la planificación central. Y en ese entorno, no es extraño que se repitan falacias del tipo «a largo plazo todo sube» o recomendaciones de gestión pasiva: replicar a los índices, cerrar los ojos y dejarse llevar por la ola, lanzarse a comprar cualquier cosa, cuanto más cara mejor, porque «los bancos centrales nos apoyan».

Aprovechar la gran trampa no es lanzarse a ella sin red, ni mucho menos entregarse a los errores de no analizar los fundamentales con rigor, se trata, por el contrario, de entender que si los bonos de menor riesgo cotizan a tipos negativos, podemos asumir cierto riesgo sabiendo que ésa es la condición inicial, que se mantengan esos tipos. Y, por supuesto, que, ante ganancias rápidas, ventas rapidísimas. Uno de los grandes errores que cometemos con la represión financiera es el de no «vender porque todo está caro». Debemos tener una buena disciplina y ser muy objetivos.

No podemos lanzarnos a invertir pensando en la expansión de múltiplos creada por los bancos centrales y, posteriormente, si no ganamos dinero, escudarnos en ese subterfugio tan típico de decir que somos «inversores de valor a largo plazo» (*value investors*). El verdadero inversor *value* no es una persona que compra cualquier cosa y cierra los ojos esperando que suba algún día, sino alguien que analiza en detalle los fundamentales y la generación de caja y, además, toma beneficios y recorta posiciones cuando las valoraciones se disparan.

Un inversor prudente puede aprovecharse de la gran trampa si reconoce su verdadera tolerancia a la volatilidad. Si es un inversor que se desespera porque un activo o su cartera ha perdido un 3 por ciento, entonces su tolerancia a la volatilidad es muy baja y debería evitar como la plaga los sectores y activos ultracíclicos, porque si bajan no será capaz de aprovechar las oportunidades, pues entrará en pánico, y si suben mucho se confía y no vende. Por tanto, debemos ser conscientes de nuestra tolerancia al riesgo y, al mismo tiempo, encontrar buenos gestores capaces de discernir valor y oportunidades sin repetir que «a la larga todo sube».

Bonos

> Puedes engañar a algunos durante algún tiempo, pero no a todo el mundo todo el tiempo.
>
> BOB MARLEY

Cuando oímos, y con razón, que se ha producido una gran burbuja de bonos, debemos reflexionar y observar que los bonos son de muchas características diferentes y, por lo tanto, podemos aprovechar los que todavía ofrecen valor cuando otros son simplemente carísimos. Es decir, comprar bonos cuando el de menor riesgo (Alemania) tiene rentabilidades reales cero o negativas hasta los treinta años, lo que implica que es muy caro. Eso significa que tendremos que buscar valor en otros bonos que, a su vez, también estarán caros pero que ofrecen oportunidades con respecto al que es muchísimo más caro. No olvidemos que la inversión es un concepto relativo al coste de oportunidad. Cuando invertimos, debemos analizar el riesgo comparado con la rentabilidad esperada siempre relativo a mantener el dinero en depósitos, o invertirlo en activos sin casi riesgo.

Pero no olvidemos que no existen activos sin riesgo. Todos, incluso esos bonos alemanes, tienen un riesgo. Cuando escuches «es tirar a balón parado», desconfía, porque hasta a balón parado se fallan penaltis y goles. El símil futbolístico puede ser una manera fácil para que entiendas que no existen duros a pesetas ni activos ciento por ciento seguros. Un inversor en 2017 puede comprobarlo muy claramente con los bonos subordinados de ciertas entidades bancarias, quizá piense que son muy seguros y mejores que las acciones, y no le faltaría razón, pero cuando la entidad entra en dificultades, esos bonos subordinados sufren en su precio como el que más porque se pone en riesgo la capacidad de repagar la deuda.

En 2017 leí un titular sorprendente: «El banco X se quedó sin liquidez a pesar de que el BCE tiene liquidez excesiva». Refleja perfectamente el riesgo de la gran trampa: creer que la liquidez del banco central es equivalente a solvencia y liquidez en una entidad particular. No nos debe extrañar que en los años de la QE europea empresas muy importantes hayan caído en bolsa,

desde grandes bancos a gigantes renovables o empresas de alimentación. El gas de la risa monetario no disfraza los fundamentales, al menos durante mucho tiempo. Y tampoco nos debería sorprender que algunos analistas y medios se llevaran las manos a la cabeza con la idea de «¿cómo puede ser, si el BCE nos apoya?».

El gas de la risa monetario nubla la prudencia y esconde riesgos que luego estallan de cualquier manera, y los fundamentales importan durante la represión financiera más que nunca. Igual que una subvención no hará a una empresa inviable pasar a ser viable, pues una compañía con malos fundamentales al borde de la quiebra termina estallando, el gas de la risa monetario sólo puede engañarnos durante un tiempo.

No todos los bonos son iguales. En primer lugar, hay que entender por qué apreciamos una burbuja en los bonos. Los bonos soberanos de bajo riesgo generan rendimiento negativo o prácticamente cero y las expectativas de inflación aumentan. Por tanto, es probable que los titulares de bonos que tengan alguno de esos activos en su cartera vean tres cosas:

- Rendimiento negativo nominal y real; es decir, pérdidas en su cartera.
- Las salidas de capital de bonos de rentabilidad ultrabaja, lo que hace que sean aún menos líquidos.
- Una percepción global de que las acciones tienen más valor, lo que crea más volatilidad.

De modo que lo primero que nos enseña la gran trampa del banco central es la desproporcionada relación entre riesgo y rentabilidad en los activos supuestamente más seguros, pues éstos se encarecen rápidamente y sin liquidez. Y lo más importante: cuando se convierten en insosteniblemente caros, la salida de capitales se acelera y el comprador marginal desaparece, con lo que el shock de deuda hace acto de presencia.

Recordemos la pregunta que nos hacíamos: ¿Quién compraría ese activo si se el gas de la risa monetario se detuviese? Un bono soberano sólo va a ser y mantenerse caro si los fundamentales y el compromiso de repago son sólidos. Lo demás, compre el BCE o el Banco de Japón, es asumir demasiado

riesgo. Así que, cuando ponderes la posibilidad de comprar bonos soberanos pregúntate siempre: ¿Quién compra esto si suben los tipos? Si tu respuesta es «claramente me lo quitarían de las manos», adelante. Pero que esa respuesta venga de un análisis riguroso, no de creencias religiosas de «a largo plazo subirá». Es una lección esencial: siempre debemos pensar sobre qué cantidad y calidad de demanda hay en el mercado secundario para aceptar adquirir y mantener un activo financiero caro.

El segundo ámbito de riesgo se encuentra en los «bonos basura», llamados eufemísticamente de «alto rendimiento» (*high yield*). Puede que muchos inversores tengan la impresión de que, cuando suba la inflación y el bono de Estados Unidos a diez años ofrezca más rentabilidad, no tendrá sentido comprar bonos de empresas con alto riesgo y fundamentales problemáticos porque la rentabilidad comparada con el riesgo es, de nuevo, desproporcionada.

El sector de *high yield* es el que más polémica genera entre los inversores. Por un lado, siempre estarán los que perciban el vaso medio lleno: «La empresa está al borde de la quiebra, pero está mejorando de manera evidente y en dos años su generación de caja y márgenes serán muy altos». Y, por otro lado, los que piensan que están comprando una bomba que estallará en algún momento, pero primero se revalorizará lo suficiente como para venderlo en un mercado alcista. O los que piensan que los tipos sólo van a seguir cayendo y, por lo tanto, mejor un 8 por ciento en una empresa casi quebrada que -1 por ciento en un bono seguro. Sea tu opinión la que sea, lo que debes hacer al mirarte en el «espejo de inversor» es reconocer que esas afirmaciones están reflejando el alto riesgo que vas a asumir. Por lo tanto, debes entender que, hay gran trampa o no, puedes perder todo el dinero.

Lección importante de la gran trampa: el gas de la risa monetario puede que rescate Estados deficitarios, pero no rescata inversores comodones. Así, puede dar tiempo a las empresas para hacer sus deberes y fortalecerse, pero no obra milagros. Las que se lanzan a la trampa, o confían en ella para cubrir sus problemas estructurales, como los Estados, caerán. Ésos son los bonos que debes evitar a toda costa, los de Estados y empresas que fían toda su mejora a bajos tipos y alta liquidez.

La huida de la trampa del banco central no es fácil. Los inversores tienen que proteger su cartera del riesgo de estanflación y recesión al mismo tiempo. Cuadrar el círculo.

Al principio de la gran trampa, cuando se lanzó el QE1 en Estados Unidos, la fe en el poder milagroso de la política monetaria era generalizada. Recuerdo que ante uno de mis artículos críticos con el primer programa de recompras de la Reserva Federal, una persona me respondió: «¡Pero si la bolsa está a máximos!». En fin… Hoy en día, años después, la fe en la política monetaria expansiva es bajísima y, según Morgan Stanley y Goldman Sachs, los inversores creen más en un peligro recesivo o de estancamiento que en la promesa de crecimiento e inflación por decreto. Sin embargo, como el escenario es de máxima incertidumbre y las expectativas de inflación, cuando empiezan a subir, se encuentran con el escollo de la realidad, lo mismo que ocurre con las expectativas de crecimientos espectaculares, entonces muchos inversores deben buscar opciones que, de alguna manera, cubran los diferentes escenarios macroeconómicos, aunque es imposible hacerlo del todo.

¿Cómo vamos a encontrar un activo financiero que cubra el riesgo de recesión, de inflación y también el de mejora de la economía? Y de ahí el éxito de los bonos indexados a la inflación de empresas *investment grade* (máxima calificación)[249] y bonos soberanos. Los bonos indexados a la inflación están diseñados con el fin de ayudar a proteger a los inversores del impacto negativo de la inflación en un entorno de tipos muy bajos —para evitar pérdidas reales—, vinculando contractualmente los pagos del capital y los intereses de los bonos a una medida de inflación reconocida nacionalmente como el Retail Price Index (RPI) en el Reino Unido, el Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA), excluyendo el tabaco, en Europa y el Consumer Price Index (CPI) en Estados Unidos.[250]

Junto con la acumulación de la inflación y los pagos de cupones, el tercer factor del rendimiento total de los bonos indexados a la inflación proviene de la fluctuación de precios debido a cambios en los rendimientos reales. Si el bono se mantiene hasta su vencimiento, el elemento de cambio de precio es irrelevante; sin embargo, antes de la fecha de vencimiento, el valor de

mercado del bono sube o baja respecto al valor nominal con los precios.

Igual que sucede con los bonos nominales, cuyos precios se mueven en función de los cambios de los tipos de interés nominal, los de los bonos indexados a la inflación aumentarán a medida que la rentabilidad baje y disminuirán a medida que la rentabilidad real aumente. Si una economía experimenta un período de deflación —una disminución constante de los niveles de precios durante la vida de un bono indexado a la inflación—, el capital ajustado a la inflación podría descender por debajo de su valor nominal. Posteriormente, el pago de cupones se basaría en esa cantidad ajustada a la inflación. Sin embargo, muchos países emisores de bonos indexados a la inflación, como Estados Unidos, Australia, Francia y Alemania, ofrecen suelos de deflación al vencimiento: si la deflación sitúa el monto del capital por debajo de su valor nominal, un inversor seguiría recibiendo el monto total al vencimiento. De modo que, si los pagos de bonos se realizan sobre un capital ajustado a la inflación o la deflación, el inversor recibe al vencimiento la cantidad mayor entre el capital ajustado a la inflación y el monto nominal inicial.[251]

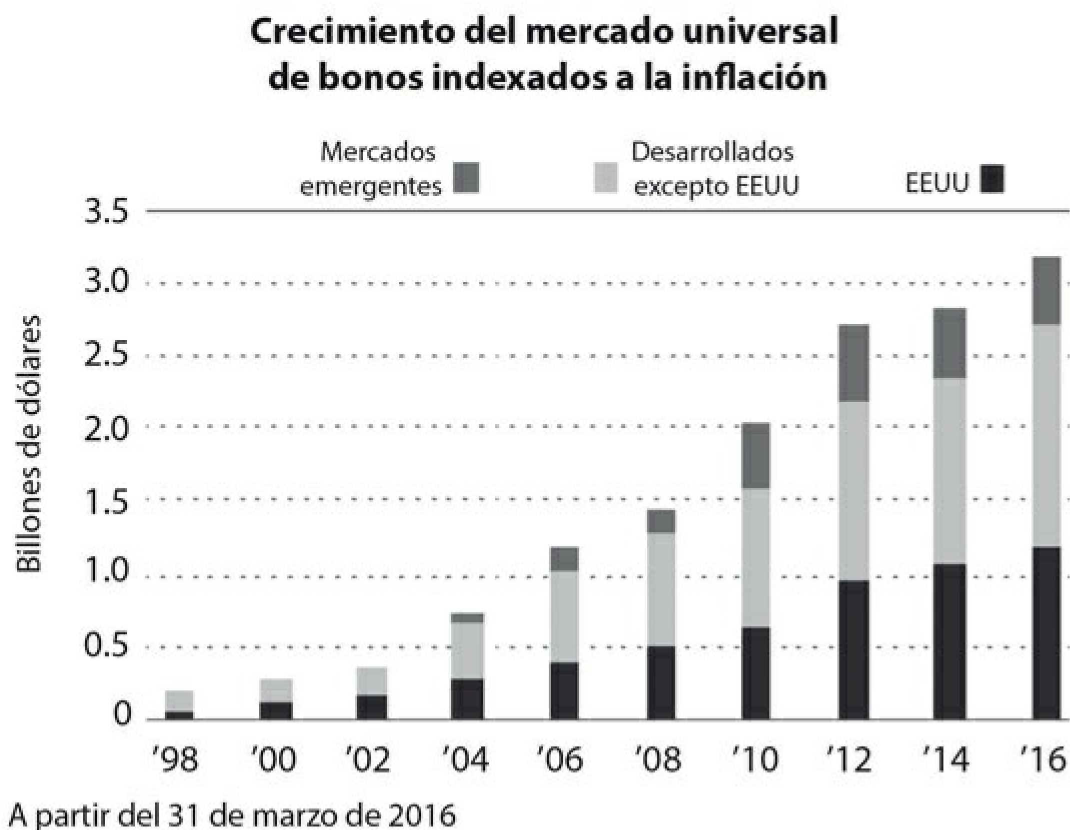


Figura 32. Los bonos indexados a la inflación se han hecho muy populares. (*Fuente*: Barclays, PIMCO.)

¿Por qué se hace tan popular un bono así? El Estado o empresa que los emite encuentra una gran demanda, y confía en que los tipos a los que se financia se mantengan bajos, y que el efecto de la inflación o la deflación no altere de manera relevante su capacidad de repago. Mientras tanto, el inversor se encuentra con ciertos niveles de protección ante los tipos bajos y el riesgo de que la inflación destruya su rentabilidad real a medio plazo.

En realidad, este tipo de instrumentos financieros apoya la idea de que todos, inversores y emisores, perciben un entorno actual «manejado», por no decir manipulado, y unos buscan protegerse mientras los otros buscan beneficiarse. Claramente una alternativa de mercado a una intervención de planificación centralizada. ¿Cuál es el problema? Pues que estos bonos se han revalorizado tanto por el exceso de demanda que se han unido a esos bonos soberanos carísimos que mencionábamos. Con todo, se puede encontrar valor

en algunas emisiones corporativas si se analiza con detalle.

Ese instrumento es lo suficientemente flexible como para proporcionar el tipo de seguridad que exigen algunos inversores y un cierto incentivo si la inflación aumenta. Pero no son instrumentos de riesgo cero, pues el inversor debe evaluar la capacidad del emisor para pagar los vencimientos y el cupón, así como el riesgo que puede experimentar el precio del bono si se produce inflación y el país emisor entra en dificultades o la moneda emisora se devalúa de manera significativa. Conviene recordarlo: los bonos no son un activo de riesgo cero; de hecho, no existe ningún activo sin riesgo.

Otros bonos populares en este entorno en que tratamos de eludir la trampa del banco central son los de empresas de mercados emergentes cuyos ingresos se dan en dólares porque están bien diversificadas y su deuda, sin embargo, se emite en moneda local o está plenamente vinculada a la moneda de sus ingresos. Si esas compañías tienen costes en moneda local, los instrumentos mencionados han demostrado ser una buena cobertura frente a las devaluaciones agresivas, la parada en seco y las fluctuaciones de las materias primas. Con un análisis detallado, veremos que incluso en este loco mundo de billones de bonos con tipos negativos, existen oportunidades de inversión que nos permiten aprovechar la gran trampa y a la vez eludir sus consecuencias más negativas.

Un seguidor me dijo hace un tiempo: «Los tipos reales positivos son como el fax, no los volveremos a ver nunca». Espero que se equivoque, porque sería la receta perfecta para el estancamiento global. Pero si fuera cierto, entonces seremos testigos de un auge desproporcionado de bonos híbridos (que tienen un componente de capital reconocido por las agencias de calificación), ligados a la inflación y a estructuras más complejas de deuda. Y nosotros, como ahorradores e inversores, deberemos analizarlos con extremada cautela, porque un período prolongado de tipos reales negativos destruiría muchos bancos, aumentaría el coste de capital de las empresas (como hemos visto anteriormente) y pondría en peligro las expectativas de crecimiento y los resultados de las empresas.

Prestemos atención. La burbuja de bonos está explotando a cámara lenta, de manera imperceptible, de momento, ya que la enorme liquidez ha

permitido que la parada en seco de emergentes y la salida de capitales de bonos se mitigasen. ¿Puedes llegar a imaginar qué hubiera pasado en los mercados con la deuda china y una parada en seco, todo ello añadido a las crisis bancarias que hemos sufrido en la Unión Europea? El gas de la risa monetario ha encubierto esta hipotética situación, pero no lo hará eternamente, así que la recomendación para todo inversor en renta fija es más bien una plegaria. Haced vuestros análisis con todo rigor, incluyendo sensibilidades, y pensad en los fundamentales. Aprovechad la gran trampa mientras huís de ella, como los «renegados» que mencionaba anteriormente.

Renta variable

La renta variable ha sido un activo engañoso durante el período de represión financiera. El rendimiento varía dependiendo de los sectores y los buenos resultados de los índices en general se han visto también empañados por una disminución de la afluencia de capital.

Hemos explicado que la bolsa de Estados Unidos ha alcanzado máximos históricos con subidas brutales. Si diseccionamos los resultados entre 2008 y 2016 nos encontraremos con la sorpresa de que menos de 50 valores de los 500 representados en el índice Standard and Poor's han generado la mayoría de esa revalorización[252] y diez valores muestran la mayor expansión de múltiplos y subidas.[253] Este dato no sólo no niega el mensaje que hemos comentado sobre el impacto de la represión financiera en la bolsa, sino que lo certifica: la enorme revalorización se va a aquellos más beneficiados por ese gas de la risa monetario, y en el resto se dispara la recompra de acciones y dividendos, como hemos mencionado.

Ante la evidencia de lo caros que estaban los bonos, muchos de los comentaristas anunciaron lo que se denominaba la «gran rotación», una enorme salida de capitales de bonos caros y con bajos cupones a una renta variable que, claramente, parecía mucho más atractiva. No obstante, como ocurre con todos los incentivos perversos, no se dio esa rotación.

Las llamadas a una gran rotación de los bonos a la renta variable no se

produjeron durante los años de la gran trampa precisamente porque los gobiernos, los responsables de los bancos centrales y las empresas estaban centrados por completo en el mercado de renta fija. Si los bancos centrales pudieran tener un enorme cartel —ficticio— en el mercado que dijera: «Se rescata todo emisor de deuda deficitario con dinero fresco», ¿qué harías, inversor? ¿Comprar acciones? Pues no, lo que harías es comprar esos bonos.

Esa situación provocó que los inversores prefirieran una clase de activos que todo el mundo insiste en proteger en vez de la renta variable, donde la volatilidad y la rentabilidad parecían atractivas, pero no lo suficiente para llevar a cabo el cambio. Las perspectivas de bajada de estimaciones de beneficios, posibles aumentos de capital y escaso rendimiento en un estancamiento secular hicieron exactamente lo contrario a lo que se preveía: un aumento de los fondos destinados a bonos. Sin embargo, a medida que las empresas escapan también de la gran trampa y se centran en reducir la deuda —no en gastar— y en aumentar la caja y los dividendos, la recesión de beneficios a escala mundial en la que entramos en 2008 podría estar próxima a su fin en 2017 gracias a una mejora de los datos fundamentales en países que pretenden impulsar el crecimiento mediante recortes fiscales y medidas de oferta, como Estados Unidos.

Escapar de la gran trampa conlleva mayor volatilidad, y el inversor debe ser consciente de ese riesgo. No es momento de hablar en términos macroeconómicos ni de hacer grandes declaraciones acerca de las acciones en general. Es momento de que el inversor se centre en seleccionar acciones cuyos fundamentales sigan siendo atractivos a pesar de la inflación de los activos de los últimos años, y para ello, deberán analizar las tendencias y los múltiplos. Creo que lo más importante es una combinación de una importante rentabilidad del flujo de caja, un rendimiento del capital empleado que se sitúe algunos puntos por encima de coste medio ponderado del capital (como explicamos en capítulos anteriores), un balance sólido y, lo que es más importante, dónde se alineen los intereses de los gestores de la empresa con los de los pequeños inversores, puesto que tienen una parte considerable de su remuneración en acciones y objetivos sólidos que pueden ser comprobados trimestralmente a medida que la empresa publica sus beneficios.

La diversificación es esencial, pero también lo es centrarse en la fortaleza de la cartera de acciones creada, que sólo existirá si tenemos en cuenta lo siguiente: los ciclos se vuelven más cortos y más bruscos, y las carteras deberían protegerse vendiendo en cuanto se obtengan beneficios decentes y rotando la cartera para adaptarse a nuevas oportunidades que provienen del cambio de ciclo.

Fase del ciclo económico	**Características**	**Ciclo empresarial** **Empresas con buenos resultados en esta fase**	**Ejemplos**
Expansión: Primera fase	Baja inflación en ascenso Tipos de interés bajos en ascenso Elevada capacidad sin utilizar Existencias escasas	**Cíclicos** **Crédito al consumo**: empresas vinculadas a la industria inmobiliaria **Energía:** Compañías que producen productos relacionados con la energía **Cíclicos de consumo:** Fabricantes de productos de consumo que responden a los cambios en la renta disponible	Ahorros y préstamos, bancos regionales Petróleo, carbón Publicidad, ropa, fabricantes de automóviles, minoristas
Expansión: Fase intermedia	Inflación moderada Tipos de interés moderados Capacidad no utilizada moderada Existencias moderadas	**Materiales básicos:** Empresas fabricantes de materiales (no maquinaria) para producir bienes terminados **Tecnología:** compañías fabricantes de productos tecnológicos para consumidores y empresas	Productos químicos, plásticos, papel, madera, metales semiconductores, hardware, software y servicios informáticos, equipos de comunicaciones
Expansión: Última fase	Inflación elevada Tipos de interés elevados Capacidad no utilizada escasa Existencias elevadas	**Bienes de capital:** empresas fabricantes de maquinaria para producir bienes terminados **Financieras:** empresas relacionadas con préstamos que se demandan debido a la expansión económica **Transporte:** empresas que transportan bienes y pasajeros	Fabricantes de equipos y maquinaria, bancos corporativos e institucionales, líneas aéreas, camiones, ferrocarril

Recesión	Inflación decreciente Tipos de interés decrecientes Capacidad no utilizada creciente Existencias decrecientes	***Defensiva*** **Productos de primera necesidad:** fabricantes de productos de consumo básicos comprados generalmente al mismo nivel en todos los ciclos económicos. **Servicios:** Compañías reguladas que proporcionan productos y servicios como la electricidad.	Comida, medicamentos, cosméticos, tabaco, licores, electricidad, gas, agua
Independiente de los ciclos económicos	Circunstancias económicas diversas	***Crecimiento*** **Industrias y empresas en las primeras fases de un ciclo económico:** En rápida expansión y no sujetas a los ciclos económicos	Biotecnología

Tabla 2. Sectores que participan en los ciclos económicos.
(*Fuente*: Wayne Thorp.)

Keith McCullough explica la importancia de los ciclos:

El ciclo económico debe estar respaldado por datos económicos contantes y sonantes. El crecimiento y la inflación en Estados Unidos por fin se están acelerando y las consecuencias en las inversiones son realmente bastante sencillas: vender bonos y comprar acciones.

A diferencia de los «turistas» esporádicos de la macroeconomía, no estoy casado con las opiniones o el sentimiento de mercado. Lo único que realmente importa son los datos, la producción industrial, el IPC, los beneficios empresariales y la lista de indicadores económicos que registran un crecimiento interanual positivo:

- Aumento de los salarios.
- ISM manufacturero.
- Bienes duraderos (excluyendo defensa y aviones).
- Ventas de automóviles.
- Comercio minorista.
- Crecimiento de la renta personal disponible.[254]

Esos factores son extremadamente importantes para entender las oportunidades que se presentan, esto es, la aceleración del crecimiento comparada con los períodos de desaceleración del crecimiento. Puede que a

algunos les sorprenda que esas tendencias cambien en seis meses, pero ello se debe a que los planificadores centrales nos venden la idea de que los ciclos duran cinco años o más. Y eso no es así. Por ello es tan importante seguir en tiempo real el consejo de los inversores que no tienen una agenda ideológica o políticamente correcta a la que ceñirse y que se limitan a seguir los datos puros y duros, que dan recomendaciones que incluyen indicadores de cambios de ciclo, de sobreventa y sobrecompra y opiniones diferentes al «pensamiento único», al consenso que repite los dogmas de los gobiernos. Sólo de esa manera se puede invertir con seguridad en medio de la gran trampa y, lo que es más importante, vender cuando se alcanzan excesos de valoración.

El consenso conduce únicamente a la mediocridad, tal como afirmé en *Nosotros, los mercados,* y es muy importante entender los macroelementos y los microelementos de la inversión, ateniéndonos al mismo tiempo a un único enfoque. Las acciones son complicadas, pero sólo si aplicamos el mismo enfoque que todos los demás y confiamos en las recomendaciones de otros. Sin embargo, en cuanto se entiende que los elementos macroeconómicos no tienen que ser ni extraordinarios ni terribles, sino simplemente aceleradores o desaceleradores, y que los múltiplos reales de flujo de caja y el aumento de los beneficios importan, los problemas de la inversión de capital se reducen en gran medida.

Decía el actual secretario de Estado de Estados Unidos, Rex Tillerson, cuando era consejero delegado de ExxonMobil, que «no existe ninguna estrategia a largo plazo que no pueda verificarse a corto». Por eso no debemos caer en el error de pensar que los malos datos de una empresa en un momento dado se disiparán a medio plazo a menos que haya razones fundamentales empíricas para afirmarlo. Entonces será una oportunidad de venta. Si no, es una trampa de valor.

Escapar de la gran trampa es también escapar de los malos hábitos del consenso, centrarse en empresas que recompren acciones y paguen dividendos sólidos con caja. Recordemos que pagar el dividendo en acciones es como invitarnos a cenar a nosotros mismos con nuestro propio dinero.

El método más eficiente de huida de la gran trampa es el que sigue la

norma sencilla y al mismo tiempo compleja, que consiste en analizar las tendencias a corto plazo y cómo éstas influyen en los beneficios empresariales con el fin de seleccionar acciones que nos ofrezcan una cartera ganadora que sea capaz de aprovechar unos ciclos económicos que son cada vez más cortos.

Una de las tendencias que parecen ser más claras en esta carrera contra la trampa del banco central es: el aumento de la inflación previsto por el consenso para 2018-2020 procede principalmente de las materias primas, de modo que debe analizarse el ciclo para ver si la imagen de oferta-demanda de dichas materias primas se cumple o se convierte en otra trampa. No debemos pensar en la inflación como un concepto que enmascare los fundamentales, uno de los errores típicos al comprar acciones de mercados emergentes. Por supuesto que puede haber muchos valores atractivos en esos mercados, pero nuestra decisión de inversión no puede fundamentarse exclusivamente en las expectativas de inversión, ante el riesgo de paradas en seco, pero sobre todo porque cuando no ocurre, nuestra capacidad de discernir valor se nubla.

Tampoco podemos hablar de la inflación como de algo que llegará cuando en realidad no ocurrirá y, además, nos hemos equivocado sobre ello una y otra vez. Por eso es tan importante analizar las expectativas cotejándolas con datos reales, incuestionables, para darnos cuenta de si esas expectativas son exageradas o realistas. Pongamos un ejemplo. Si las expectativas de inflación se fundamentan en un aumento del precio del petróleo y de las materias primas, y las estimaciones de demanda y oferta aparecen como incorrectas al observar los datos reales, no caigas en la gran trampa de decir que no cambia nada, que todo mejorará en seis o diez meses.

La mayoría de los economistas esperan un gran aumento de la inflación. Si bien es evidente que existe un importante efecto base de los niveles de 2016 debido a la estabilización de las materias primas, los factores subyacentes que impulsan la inflación siguen siendo débiles. No sólo es probable que decepcione el crecimiento chino y con él sus importaciones y poder adquisitivo, sino también el efecto combinado de la tecnología, el envejecimiento de la población en la OCDE y la sobrecapacidad se consideran fuerzas más importantes contra las expectativas de inflación que

la subida del precio del petróleo y los alimentos.

Otro gran riesgo de estas predicciones es que el aumento del proteccionismo afecte al comercio mundial de manera más grave que la esperada y que, debido al descenso del comercio, la subida de los precios se añada al débil crecimiento para provocar estanflación. La inflación subyacente —excluyendo energía y comida—, que es la que importa en la economía, probablemente siga siendo moderada, pase lo que pase con las materias primas. Es posible que el petróleo pierda ímpetu al resultar ineficaces las reducciones en el suministro, la demanda —especialmente de China— resulte decepcionante y aumente la oferta de Estados Unidos y Canadá.

Hay que tener cuidado, asimismo, con la exageración de los impactos de los «catalizadores políticos». Otro error de la gran trampa es relacionar impactos brutales en la economía con eventos políticos. El lector recordará las llamadas a considerar que la elección de Trump iba a ser peor que Lehman o las expectativas de crac bursátil por el *brexit*. Sin embargo, la Unión Europea podría salir fortalecida del *brexit* y de las elecciones locales.

Resulta tentador pensar que la Unión Europea se desplomará y que varios países saldrán del euro a causa de la inestabilidad política. Sin embargo, con cada nueva crisis local, los factores subyacentes técnicos y prácticos que refuerzan el euro como moneda superan a los evidentes elementos amenazantes. Eso no significa que Europa vaya a crecer por encima de las previsiones en 2020, pero las elecciones y las crisis bancarias continúan haciendo que el proyecto del euro sea más resistente, tanto si nos gusta como si no.

Cautela, a su vez, con las expectativas sobre que se produzcan desastres externos. Otro elemento de la gran trampa es lo que yo llamo «en busca de la siguiente Grecia desesperadamente». China no se desplomará, pero probablemente continúe debilitándose, pues los desequilibrios de este país no se redujeron en 2016. La acumulación de deuda y la enorme burbuja inmobiliaria, sumadas a las salidas de capital, demuestran que China es incapaz de hacer frente a la sobrecapacidad y a reforzar su modelo de crecimiento. Sin embargo, el aumento de la clase media, la población joven y

el hecho de que la mayoría de sus desequilibrios sean conocidos y denominados en moneda local impiden un desplome global como el de 2008.

La parada en seco no supone un crac, pero no evita la volatilidad. Es probable que los mercados emergentes se enfrenten a ello de manera adecuada y eviten la pérdida de reservas de divisas y salidas de capital. Las reservas de divisas en los mercados emergentes se han mantenido fuertes y la mayoría de los bancos centrales han aplacado correctamente la recesión y las salidas de capital. Aunque es probable que tengan que hacer frente a años de dificultades, las economías emergentes están mejor preparadas en 2017 para un entorno complicado. Pero la gran trampa es pensar que eso hace que no haya riesgo. Sí que lo hay, y debemos valorarlo.

El oro y el bitcoin

¿Para qué sirve el dinero si no vas a romper el molde?

PRINCE

Un ciudadano nigeriano tuiteó un caso muy interesante en 2016. Temía que el banco central de su país rompiera la paridad con el dólar estadounidense. Preocupado por perder todos sus ahorros y tener que hacer frente a una enorme devaluación, decidió trasladar sus depósitos a una plataforma que realiza transacciones en oro respaldadas al ciento por ciento por oro físico. La moneda cayó prácticamente un 50 por ciento de la noche a la mañana y sus pequeños ahorros se lo agradecieron. El ciudadano nigeriano escapó de la gran trampa de su banco central.

Ese caso es paradigmático de una tendencia que está teniendo lugar en todo el mundo entre ciudadanos que buscan una alternativa que les proteja de la represión financiera, que les permita almacenar valor y que, al mismo tiempo, sea compatible con medios de pago tradicionales. Quienes han acumulado una parte de sus ahorros, o incluso sus salarios, en plataformas respaldadas plenamente por oro físico no sólo han visto crecer su dinero, sino que dichas plataformas les permiten realizar transacciones en diferentes

monedas sin sufrir fluctuaciones e inestabilidad.

Al mismo tiempo, los bancos centrales de los mercados emergentes han incrementado sus reservas de dólares y oro. El oro multiplicó su valor durante el período de la represión financiera, impulsado por el miedo de muchos a que las economías pudiesen sufrir hiperinflación. Muchos inversores se equivocaron porque, como hemos explicado, la expansión cuantitativa es desinflacionista, ya que perpetúa la deuda y la sobrecapacidad mientras se reduce la velocidad del dinero. Ese «error» hizo que el oro perdiese parte de su atractivo especulativo y las posiciones financieras vinculadas al oro (ETF) cayeron de casi 3.000 toneladas a menos de 1.500 según Goldman Sachs.

Sin embargo, el riesgo de represión financiera no desapareció y muchos inversores temían que se produjeran grandes devaluaciones, de China hasta India, y desmonetización, lo que podría poner en riesgo sus ahorros. De la misma forma, la percepción del riesgo de una guerra mundial de divisas aumentó. Y el temor a la confiscación de los ahorros por la política monetaria también se disparó, especialmente en China, al mismo tiempo que aumentaron las fugas de capital. Es por eso que quienes buscan una reserva de valor, una cobertura de la inflación y del riesgo, un cierto elemento de seguridad ante un entorno incierto —o ante un miedo muy real— encuentran atractivo el oro.

A pesar de la creciente demanda china, rusa y asiática, ha habido un sobreabastecimiento de oro desde 2009, que llegó a su punto máximo (casi 20 millones de onzas de sobrecapacidad) en 2010. Esa tendencia se ha invertido en los dos últimos años y en 2016 el suministro ya era limitado.

El problema de escapar de la gran trampa era que, para muchos, la compra de oro como reserva de valor o como inversión se llevaba a cabo principalmente a través de derivados financieros con tanto riesgo como el resto de los productos financieros durante una crisis, y que no están respaldados por el metal precioso físico. La diferencia con esas plataformas, cada vez más numerosas en todo el mundo, es que democratizan el acceso al comercio físico vendiendo pequeñas porciones de un lingote de oro, pero dejan claro que está respaldado al ciento por ciento por dicho lingote.

Incluso para aquellos que creen que el riesgo de una crisis como la de

2008 está relativamente contenido y que a lo que nos enfrentamos es más bien a un período de bajo crecimiento y escasa inflación debido a la saturación de estímulos, la permanente política de atacar al ahorrador y devaluar aconseja mantener una parte de los ahorros en oro.

El bitcoin es una propuesta totalmente diferente. Una moneda digital que no puede ser manipulada por los bancos centrales. La moneda digital, cuyo suministro no puede aumentar por decisiones políticas, ha experimentado compras récord de ciudadanos chinos e indios ante las expectativas de enormes devaluaciones de sus monedas locales.

La creación de refugios contra la destrucción de las monedas por parte de los gobiernos no fue una novedad de 2016, sino que se vio acelerada por la generalización de las políticas de represión financiera. La búsqueda de formas de preservar la riqueza en una sociedad que tiene la mayoría de la misma en depósitos hace que los ciudadanos traten de encontrar cualquier forma de evitar el asalto a sus ahorros, desde la impresión masiva y el aumento de la masa monetaria. Por eso, la búsqueda de una moneda cuyo control no esté en manos de los Estados ha sido una constante a la hora de preservar el capital desde hace muchos siglos. Y, en esa lucha contra la represión financiera y la gran trampa, el oro y el bitcoin son dos armas poderosas, pero no exentas de riesgo.

Hace unos meses, un analista decía que el bitcoin no es de fiar porque no lo respalda un banco central. ¡Exacto! Ésa es la idea, que no lo respalda ni tampoco lo manipula ni devalúa. Siempre que los desequilibrios del gobierno se disparan, la «solución» consiste casi inevitablemente en «disolver» la riqueza de los ciudadanos y apropiársela a través de la inflación —el impuesto de los pobres— y la devaluación. La diferencia entre el bitcoin y el oro en los últimos años es que, fundamentalmente, mientras uno ha ido asentándose rápidamente como una posible moneda y reserva de valor, el otro experimentaba un incremento de valor más estable.

El bitcoin es el inicio de algo grande: una moneda sin gobierno, algo necesario e imperativo

El bitcoin aún no es una realidad como una moneda libre de uso global, pues su evolución depende de que sea capaz de implantarse globalmente y de aclarar las dudas relativas a su seguridad frente a los hackers y a su valor como refugio. El bitcoin es, en realidad, una startup monetaria, un medio de pago en el que los Estados no pueden interferir en cuanto a la cantidad y el coste de la masa monetaria, donde no es posible crear dinero falso no respaldado por ahorros, y hacia donde se puede «huir» y refugiarse del asalto al ahorrador por parte de los bancos centrales. Las dudas surgen porque el «refugio» es virtual y, por tanto, siempre puede estar sujeto a ataques informáticos.

El bitcoin está demostrando ser una potente red de cambio y su revalorización muestra que quienes confían en esa red mantienen sus posiciones a medio plazo. Dado que el aumento de la oferta es limitado, se revaloriza ante la mayor demanda. Es decir, un activo financiero cuya escasez, demanda futura y calidad se valoran frente a la posibilidad de intercambiarlo por otras monedas, bienes o servicios en el futuro. El hecho de que puedas hacer líquido ese activo y pagar deudas e ingresos con los beneficios generados es positivo. Pero no es una moneda hasta que pueda usarse como medio de pago de bienes, servicios, impuestos y deudas generalmente aceptado.

Lo que nos ha mostrado el bitcoin y la revalorización del oro en 2016 es que una parte cada vez mayor de la población sigue buscando maneras de proteger sus ahorros frente a las devaluaciones.

La trampa del banco central y la cobertura de riesgo

Al final de este libro, lo que intentaré mostrar es que tanto si el lector es un inversor esporádico o uno profesional, tenemos que acostumbrarnos a la idea de que:

- Creer que los bancos centrales estarán ahí para proteger a los ahorradores del riesgo no funciona.
- Puede que la política monetaria haya logrado ocultar la percepción de riesgo, pero ha enmascarado su acumulación, por lo que la volatilidad aumentará.
- Por definición, no tiene sentido encontrar refugio del riesgo sistémico invirtiendo en los mismos activos que están acumulando dicho riesgo sistémico.

No lo olvides: las crisis financieras siempre tienen lugar debido a la acumulación de riesgo en activos que la opinión dominante consideraba que tenían poco o nada de riesgo. Los ciclos económicos no cambian por las políticas monetarias; los efectos de tratar de corregir los desequilibrios con gas de la risa monetario vuelven de nuevo con mucha mayor agresividad cuando se pierde la credibilidad.

Nuestra huida de la gran trampa no debe tratar de ofrecer una solución única para los inversores; eso depende de su perfil de riesgo. No hay malas clases de activos, sino simplemente malas decisiones de riesgo cuando negamos la existencia de ciclos y decidimos aferrarnos demasiado tiempo a apuestas ganadoras. Y no vender a tiempo cuando estamos ganando es uno de los errores más claros que se cometen cuando ignoramos que los ciclos son más cortos, sin aprovecharnos de las buenas ideas.

Huir de la gran trampa sólo puede lograrse evitando las apuestas de consenso y diversificando el riesgo, de manera que nuestros ahorros puedan ser protegidos del voraz apetito confiscador de los inflacionistas. Una sólida combinación de bonos con buenos fundamentales y vinculados a la inflación, acciones con beneficios y caja sólidos y con la máxima alineación de intereses entre accionista y gestores de la empresa, oro y monedas alternativas, bien diversificada y gestionada activamente es, en mi opinión, la mejor forma de asegurar la riqueza y la revalorización de capital cuando termine esta fe planificada en la alquimia.

Conclusión

Este libro es crítico, pero también es esperanzador y aporta ideas basadas en el pragmatismo.

Los bancos centrales continuarán existiendo, y lo que he intentado presentar aquí son ideas que, se compartan o no, pueden aplicarse con el fin de cimentar la credibilidad y de evitar el enorme riesgo que se está acumulando en todo el mundo, derivado de negar la existencia de burbujas y de no prestar atención a la creciente marea de ira contra las políticas monetarias y económicas dominantes.

El hecho de que haya riesgos no debería impedirnos poner nuestro dinero a trabajar, porque si no lo hacemos, sólo hay una cosa segura: nuestros ahorros valdrán cada vez menos.

Hay una tremenda oportunidad para que el mundo muestre que los operadores financieros, los gobiernos y los bancos centrales pueden reorientar sus incentivos para utilizar su enorme poder con el objetivo de reactivar el crecimiento de la clase media. Como decía mi buen amigo Valentin Schmid, de Epoch Times: «Banca honesta y dinero honesto son cosas que han existido en el pasado. El primer paso para solucionar el problema es reconocer el problema». Eliminemos de una vez los incentivos perversos de acumular ineficiencias y asaltar al ahorrador y a la clase media mediante devaluaciones e impuestos.

El crecimiento de la clase media y la mejora de la economía vendrán de un enfoque mucho más prudente de la política monetaria, una política que fije como prioridad el aumento de la renta disponible, y que permita que el sector

privado decida cuándo y cómo debe realizar inversiones, lo que posibilitará que la deuda productiva supere el gasto deficitario injustificado.

La gran trampa no se creó con mala fe, y hay que reconocer que ha habido algunos aspectos positivos, como hemos tratado de señalar en el libro. Sin embargo, el mensaje clave es que estamos peligrosamente cerca de cruzar, a través de una enorme burbuja, una línea en la que la incertidumbre deja paso al pánico y donde los ciudadanos pueden acabar perdiendo hasta el más mínimo atisbo de confianza en el sistema.

Si cundiese el pánico, éste atraparía a los bancos centrales en un momento en el que no disponen de ninguna herramienta para mitigar el riesgo. Pasar a tipos negativos después de multiplicar los balances de los bancos centrales no solucionaría nada. Otra expansión cuantitativa, después de todo lo que se ha llevado a cabo, provocaría una pérdida absoluta de fe en el sistema y que se culpase a las personas equivocadas de los errores de los responsables políticos.

Es hora de recuperar el *sound money* (dinero sólido), defendiendo una moneda potente y un banco central creíble que garantice el poder adquisitivo de los ciudadanos y se olvide de atacarlo mediante la inflación por decreto. Es hora de aplicar políticas de oferta, de bajar los impuestos, de permitir a las empresas invertir si ven que hay oportunidad para ello; dejémoslas buscar esas oportunidades sin imponer trabas burocráticas constantes. Dejemos que las familias ahorren si lo desean y que consuman con el dinero que han ganado trabajando duramente cada día. Esto conducirá, a su vez, a un crecimiento más sostenible, en el que los impuestos sean un medio para la mejora de los servicios públicos, no una carga para el crecimiento ni un incentivo perverso para aumentar los desequilibrios.

El lector keynesiano probablemente piense que los bancos centrales han sido los héroes de la crisis y que todo lo negativo fue culpa de empresas privadas irresponsables. Si ése es el caso, debería también sentirse alarmado ante los tipos de los bonos demencialmente bajos y la cantidad brutal de dinero creada para generar tan escaso crecimiento. Si piensa que se solucionaría imprimiendo moneda «para el pueblo» directamente, tengo dos malas noticias: escasez y pobreza, como hemos explicado en el libro.

Piensa lo que quieras, incluso puedes seguir creyendo que «habría sido peor», que «esta vez es diferente» y que «tenemos que repetir», pero sólo hay una cosa segura: la creación indiscriminada de dinero no respaldada por ahorro está siempre tras las mayores crisis.

Así las cosas, es urgente huir de la gran trampa. Y puede hacerse de un modo en el que el crecimiento sea mayor, a los ciudadanos les vaya mejor y los incentivos perversos estén, como mínimo, controlados.

La inflación no es un objetivo, es un desequilibrio monetario, y una inversión realmente rentable no la decide un comité que no sufre ninguna consecuencia si ésta fracasa. Los bancos centrales no imprimen crecimiento. Reconstruyamos la clase media.

Londres, junio de 2017

Agradecimientos

Gracias a Yanire Guillén y Álvaro Martín, así como a *El Español*, Hedgeye, CNBC y *El Confidencial* por su inestimable ayuda a la hora de elaborar este libro, recopilando y reuniendo la información.

Bibliografía recomendada

Aparte de los estudios académicos citados en las referencias, véanse:

AHAMED, LIAQUAT, *Lords of Finance: 1929. The Great Depression, and the Bankers Who Broke the World*, Penguin Press, 2009.

BARTHOLOMEW, JAMES, *The Welfare of Nations*, Biteback Publishing, 2015.

BIGGS, BARTON, *Wealth, War and Wisdsom*, Wiley, 2009.

BOSSIDY, LARRY Y CHARAN RAM, *Execution. The Discipline of Getting Things Done*, Cron Business, 2006.

BUTLER, JOHN, *The Golden Revolution Revisited*, Wiley, 2012.

COOPER, GEORGE, *The Origin of Financial Crises: Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy*, Harriman House, 2008.

FABOZZI, FRANK J., *Bond Markets, Analysis and Strategies*, Pearson, 2006.

HAYEK, FRIEDRICH A., *Full Employment at Any Price?* London: Institute of Economic Affairs, 1975

HUDSON, EDWARD A., *Economic Growth: How It Works and How It Transformed the World*, Vernon, 2015.

LEWIS, MICHAEL, *Boomerang. Travels in the New Third World*, Norton, 2012.

MARTIN, FELIX, *Money, the Unauthorized Biography*, Bodley, 2013.

MAULDIN, JOHN Y TEPPER, JONATHAN, *Code Red*. Wiley, 2013.

MILLS, ROBIN, *The Myth of the Oil Crisis*, Prager, 2013.
MISES, LUDWIG VON, *The Theory of Money and Credit*, Createspace, 2010.
OZIHEL, HARDING, *Financial Repression*, Frac Press, 2012.
PAZOS, LUIS, *Desigualdad y distribución de la riqueza: Mitos y sofismas*, Diana México, 2016.
REINHART, CARMEN Y ROGOFF, KEN, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2011.
REINHART, CARMEN Y ROGOFF, KEN, *A decade of debt*, Peterson Institute, 2011.
ROTHBARD, MURRAY N., *What Has Government Done to Our Money?* Ludwig von Mises Institute, 2015.
SCHIFF, PETER, *How an Economy Grows and Why It Crashes*, Wiley, 2010.
SORKIN, ANDREW ROSS, *Too Big to Fail: The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial SystemΩand Themselves*, Penguin, 2011.
SOWELL, THOMAS, *Economic Facts and Fallacies*. Basic Books, 2011.
STRAUS, WILLIAM Y HOWE, Neil, *The Fourth Turning*, Bantam Doubleday Dell, 1997.

Notas

[1]. Tasa de actividad del 62,7 por ciento en 2016. Las expectativas de crecimiento fueron reducidas a la mitad por la Reserva Federal entre enero y diciembre de 2016.

[2]. Organización Mundial del Comercio (OMC), diciembre de 2016

[3]. Institute of International Finance (IIF). Global Debt Monitor, enero de 2017

[4]. Banco Mundial, FRED, 2016.

[5]. Bloomberg, noviembre de 2016.

[6]. Crecimiento mundial de las exportaciones 2010-2016 estancado, según la OMC.

[7]. Lectura recomendada: *The Origin of Financial Crises: Central Banks, Credit Bubbles, and the Efficient Market Fallacy* (29 de octubre de 2008), de George Cooper.

[8]. Desde 2008, hemos vivido más de 650 rebajas de los tipos de interés (Alex Dryden de JP Morgan Asset Management).

[9]. Entre 1995 y 2008, los requisitos gubernamentales para la concesión de préstamos de las entidades públicas Freddie Mac y Fannie Mae, fijados a nivel estatal, se relajaron de manera drástica en sucesivas ocasiones, incluyendo reducir de manera tajante los colaterales y garantías que los prestamistas debían aportar para poder concederles una hipoteca, hasta hacerlos prácticamente inexistentes, además de aumentar el mandato de cantidad a conceder en hipotecas.

[10]. «How Government Housing Policy Led to the Financial Crisis», John Ligon, Heritage, 11 de marzo de 2013.

[11]. «A Government Mandated Housing Bubble», Peter J Wallison, *Forbes*, 16 de febrero de 2009.

[12]. Bank of International Settlements (BIS).

[13]. «En muchos sentidos, los bancos centrales han sido los héroes de la crisis financiera», Lagarde, Jackson Hole, Wyoming, 2013.

[14]. *Quantitative easing* (expansión cuantitativa) utilizando el balance del Banco Central para comprar bonos del Estado y garantías hipotecarias con el fin de liberar espacio en los balances de los bancos y así aumentar los créditos a la economía real.

[15]. Torsten Slock, Deutsche Bank, «A report card for unconventional monetary policy», noviembre de 2016.

[16]. Kenneth Rogoff, «Was quantitative easing best way to boost US economy?», marzo de 2015.

[17]. El TARP era un programa para adquirir activos tóxicos de instituciones financieras para fortalecer el sector financiero de Estados Unidos. Generó un beneficio para el gobierno de casi 20.000 millones de dólares a partir de los 426.400 millones invertidos.

[18]. Crecimiento del empleo y del PIB en Estados Unidos lo mismo que en la UE.

[19]. Crecimiento medio anual del PIB.

[20]. Estadísticas laborales, noviembre de 2016.

[21]. Todos los datos de 2008 a 2016 proceden de cifras oficiales.

[22]. Michael Gray, «The Great Fleecing», <https://mgray12.wordpress.com/2016/01/11/the-greatest-transfer-of-wealth-in-history/>.

[23]. Robert S. Rycroft, *The American Middle Class: An Economic Encyclopedia of Progress and Poverty* (dos volúmenes).

[24]. La media de la OCDE es del 80 por ciento.

[25]. Investopedia.

[26]. Milton Friedman.

[27]. «A Case For Moderate Deflation», Cato Policy Report, mayo de 2003.

[28]. Michael Mitsopoulos, *Understanding the Crisis in Greece, From Boom To Bust*, Palgrave Macmillan, 2011.

[29]. Juan Ramón Rallo, «El fracaso de las devaluaciones competitivas» (web personal).

[30]. En los últimos treinta años, el FMI, la Reserva Federal, el BCE y el Banco de Japón erraron sus predicciones más del 80 por ciento de las veces. Ned Davis explica en «Being Right Or Making Money» (2000, Ned Davis Resarch) que la media de aciertos de las organizaciones internacionales en cuanto a sus expectativas es del 26 por ciento y, lo que es más importante, que presentan una histórica tendencia al alza, es decir, que tienden al optimismo, no a la prudencia.

[31]. Datos oficiales del BCE.

[32]. Agregado monetario.

[33]. Declaración de Mario Draghi sobre la economía de la eurozona en diciembre de 2016.

[34]. BCE, Reuters.

[35]. Los capex en la eurozona han caído a niveles de 2007 según Morgan Stanley y Deutsche Bank.

[36]. Fitch Ratings, European Corporate Funding, octubre de 2016.

[37]. Fitch Ratings, European Investor Survey 2Q 2016.

[38]. La utilización de la capacidad se ha situado por debajo del 80 por ciento desde la crisis y, de hecho, los tipos de interés bajos han perpetuado esa sobrecapacidad al no refinanciarse los créditos vencidos.

[39]. Incluso algunas agencias de calificación realizan sus análisis comparando la situación con la de 2007, cuando ese año representó el punto álgido del exceso.

[40]. La deuda privada ascendió hasta el 200 por ciento del PIB en muchos países europeos, y el endeudamiento familiar aumentó hasta 1,65 veces los ingresos domésticos.

[41]. El flujo de capital en bonos llevó a más de 4,7 billones de bonos de rendimiento negativo en la eurozona en 2016.

[42]. La relación entre precio y beneficios del Eurostoxx 50 en 2016 es de casi 18x a pesar de cinco años consecutivos de crecimiento cero.

[43]. Asociación Bancaria Europea.

[44]. UKTI's Global Investment Conference, 26 de julio de 2012.

[45]. Targeted Long-Term Refinancing Operations (operaciones de refinanciación a largo plazo).

[46]. Target Asset Relief Program (programa de alivio de activos problemáticos).

[47]. Asumiendo 80.000 millones de euros en adquisiciones mensuales y con la condición de que la eurozona mantuviera sus necesidades netas de financiación.

[48]. Bloomberg.

[49]. Crecimiento débil con una inflación significativamente más elevada.

[50]. Diciembre de 2016.

[51]. Goldman Sachs, Implications of Rising Inflation Expectations on Bonds, diciembre de 2016.

[52]. Transcripción de la conferencia de prensa del presidente Bernanke (13 de septiembre de 2012).

[53]. William White, «Ultra-Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences», dcumento de trabajo núm. 126, Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute.

[54]. Gallup.

[55]. Menos del 6-7 por ciento según Eurostat y el Banco de Japón.

[56]. El dólar se devaluó más del 33 por ciento frente a su cesta de monedas a lo largo de la QE, <http://www.forbes.com/sites/charleskadlec/2012/02/06/the-federal-reserves-explicit-goal-devalue-the-dollar-33/#5d13cbbb7865>.

[57]. Los salarios reales en Estados Unidos cayeron durante la QE y en 2016 todavía no se habían recuperado para llegar a los niveles de 2008. Al mismo tiempo, la tasa de actividad descendió al nivel más bajo desde 1978, con más de 11 millones de trabajadores fuera del mercado laboral.

[58]. Why Is Productivity Growth So Low? <http://www.focus-economics.com/blog/why-is-productivity-growth-so-low-23-economic-experts-weigh-in>.

[59]. <http://www.doctorhousingbubble.com/americans-that-own-home-with-no-mortgage-free-and-clear/>.

[60]. Bajar impuestos, recortar el gasto público y permitir que aumenten los ingresos disponibles reales.

[61]. Peter Ferrara, «Reaganomics vs Obamanomics. Facts and Figures», *Forbes*, 5 de mayo de 2011.

[62]. «The HyperInflation of Chile: Lessons for Us All», Economic Policy Journal, 2010.

[63]. «Argentina: Close To Default… Again», <http://www.dlacalle.com/argentina-close-to-default-again/>.

[64]. Venezuela cayó en la hiperinflación en 2016. Se trata «solamente» del séptimo país de América Latina en obtener esa discutible distinción. Técnicamente, la hiperinflación tiene lugar cuando, mes a mes, la inflación supera el 50 por ciento durante treinta días consecutivos.

[65]. *Contra la Teoría Moderna Monetaria*, Juan Ramón Rallo, Deusto, 2016.

[66]. Willy Spanjers, «Loss of Confidence and Currency Crises», *Economics Discussion Papers from School of Economics*, junio de 1998.

[67]. Ludwig von Mises, *Theory of Money and Credit*, pp.32-33.

[68]. «Did money emerge as a result of government decree?», Frank Shostak, AAS Economics.

[69]. Los ciudadanos griegos que aceptaron el sistema local denominado TEM (en Volos, Grecia) en 2010 no han experimentado ninguna mejora en la economía ni ningún beneficio respecto al resto del país. Lo mismo ha sucedido en Bristol.

[70]. «He would see this country burn if he could be King of the ashes», Lord Varys.

[71]. William G. Dewald, «Consumer Inflation vs Money Supply Growth 1960-2016», St Louis Fed.

[72]. Hayek, Friedrich A., «Full Employment at Any Price?», London: Institute of Economic Affairs, 1975.

[73]. Ethan Ilzetzki, Enrique Mendoza y Carlos Vegh, «How Big (Small?) are Fiscal Mutlipliers?».

[74]. 2016.

[75]. La carga fiscal de la OCDE alcanzó su récord histórico en 2016.

[76]. Esterilización: vender en el mercado abierto algunos de los bonos adquiridos por el banco central.

[77]. El salario mínimo en Venezuela se incrementó más de cincuenta veces en una década (2007-2017), y cayó a mínimos históricos en términos reales, porque la inflación era muchas veces superior al aumento.

[78]. Frank Hollenbeck, «Revolutionary France's Road to Hyperinflation», 2013.

[79]. Una enorme inflación anual del 40 por ciento y controles monetarios, imprimiendo dinero.

[80]. Thomas Sowell.

[81]. Antonio Escohotado, *Los enemigos del comercio*, Espasa, Madrid, 2008.

[82]. *El Instituto Independiente*, enero de 2017.

[83]. Gabriela Calderón escribe en El Cato Institute y *El Universo*.

[84]. IIF. Global Debt Monitor, enero de 2017.

[85]. Deutsche Bank, Torsten Slock, datos del FMI.

[86]. Actas del BCE, 2016.

[87]. La rebaja media anual de las previsiones del FMI y la OCDE desde 2001 es del 20 por ciento desde las previsiones de enero a las de octubre, según Bloomberg.

[88]. Deuda total, diciembre de 2016.

[89]. Hans-Joachim Voth, *Convertibility, currency controls and costs of capital, 1950-1999*.

[90]. Previsiones del Banco Mundial sobre requisitos de inversiones, 2015.

[91]. Ethan Ilzetzki, Enrique Mendoza, Carlos Vegh, «How Big (Small?) are Fiscal Mutlipliers?»,
<http://users.nber.org/~confer/2011/SI2011/IFM/Ilzetzki_Mendoza_Vegh.pdf>.

[92]. 2016.

[93]. Standard and Poor's.

[94]. Alan M. Taylor, «Credit, Financial Stability, and the Macroeconomy», *Annual Review of Economics*, 2015.

[95]. Michael Bordo, Barry Eichengreen, Daniela Klingebiel, Maria Soledad Martinez-Peria y Andrew K. Rose, «Is the crisis problem growing more severe», *Economic Policy*, vol. 16, 2001.

[96]. <http://evonomics.com/isnt-time-stop-calling-national-debt/>.

[97]. Economics.

[98]. Deuda privada y pública.

[99]. <https://www.treasurydirect.gov/govt/reports/ir/ir_expense.htm>.

[100]. *Capital III* (Moscow: Foreign Languages Publishing House, 1958).

[101]. Financial Repression: Why It Matters, Shane Shepherd.

[102]. Standard & Poor's Global Corporate Capital Expenditure Survey 2016.

[103]. <http://articles.orlandosentinel.com/2012-09-08/news/ct-biz-0909-gail-20120908_1_twitter-gailmarksjarvis-stimulus-expectations-stock-market>.

[104]. Bank Of America, Merrill Lynch, 2015. Michael Hartnett, noviembre de 2015.

[105]. William White, «The Ultra-Easy Money Experiment», Bruno Leoni Institute, Roma, octubre de 2015

[106]. <http://inflation.us/nyse-margin-debtgdp-explodes-past-dot-com-bubble-peak/>.

[107]. Exactamente lo que sucedió con la vivienda y las coberturas complementarias podía suceder en los mercados de valores.

[108]. <http://www.multpl.com/table>.

[109]. Thomson Reuters, 2009-2014.

[110]. Finales de 2013 y 2014, Moody's, Standard and Poor's, Fitch.

[111]. Según Deutsche Bank, 2016.

[112]. Un aumento generalizado del 1 por ciento en los tipos de interés de la eurozona costaría 10.000 millones de euros en costes más elevados con vencimientos medios a un año en 2016-2020.

[113]. Media de Bloomberg.

[114]. Previsiones consensuadas de las ganancias por acción de Bloomberg.

[115]. El gráfico muestra lo mañas que son las predicciones de futuro de la Fed. Dylan Matthews, *Washington Post*, 19 de junio de 2013.

[116]. «Economic forecasting: some lessons from recent research», ECB Working Papers.

[117]. Hans Genberg y Andrew Martinez, «On the Accuracy and Efficiency of IMF Forecasts: A Survey and Some Extensions», 2014.

[118]. <http://www.smh.com.au/federal-politics/political-opinion/when-a-guess-is-as-good-as-a-forecast- 20130108- 2cep8.html>.

[119]. Olivier Blanchard y Daniel Leigh, «Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers», FMI 2013.

[120]. «The Trouble With Macroeconomics», Paul Romer. Stern School of Business New York University, septiembre de 2016.

[121]. Olivier Blanchard y Daniel Leigh, «Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers», FMI, 2013.

[122]. Según Bloomberg, Citigroup.

[123]. <https://brazilportal.wordpress.com/tag/dilma-monetary-tsunami/>.

[124]. Casi el 30 por ciento en la época en que dejó el poder.

[125]. Robert Shiller, «US Housing Price Index 1900-2016», año 2000, base 100.

[126]. Global House Price Index, precios reales ajustados por la inflación y estacionalidad, FMI.

[127]. Brasil, Rusia, India, China.

[128]. <http://nebula.wsimg.com/e68d7776b95ea984eb11a1bc120e38af?AccessKeyId=9BB168F4CFBA64F592DA&disposition=0&alloworigin=1>.

[129]. En el período comprendido entre 2009 y 2014, según Goldman Sachs y UBS.

[130]. Entre 2009 y 2016, las recompras se han triplicado, pasando de 205.000 millones de dólares a 627.000 millones, y las recompras netas han aumentado de 350.000 millones a 448.000 millones de dólares, según Jeremy Schwartz, director de investigación de Wisdom Tree.

[131]. Claudio Borio, «Monetary policy and financial stability: what role in prevention and recovery?», BIS Working Papers, núm. 440, enero de 2014.

[132]. Kalpana Kochhar, «Emerging Markets, Prospects and Challenges», FMI, octubre de 2013.

[133]. Davide Furceria y Annabelle Mourougane, «The effect of financial crises on potential output: New empirical evidence from OECD countries», *Journal of Macroeconomics*, 2012, vol. 34, núm. 3.

[134]. Liquidez adicional por encima de la media histórica, Goldman Sachs, 2013.

[135]. Aumento del índice de mercados emergentes 2009-2013.

[136]. En 2013, el Taper Tantrum, cuando la Reserva Federal de Estados Unidos detuvo su programa de adquisición de activos a pesar de continuar con tipos extraordinariamente bajos.

[137]. Claudio Borio, «Credit-to-GDP gaps have reached levels signaling elevated risks in a number of emerging market economies. In most cases large credit gaps coincided with sizeable property price gaps», Bank of International Settlement, 2017.

[138]. Moody's.

[139]. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-08-18/bis-flags-emerging-market-risks-as-340-billion-of-debt-matures>.

[140]. William H. Gross, 30 de julio de 2015.

[141]. Elba K. Brown-Collier y Bruce E. Collier, «What Keynes Really Said about Deficit Spending», *Journal of Keynesian Economics*, vol. 17, núm. 3 (primavera de 1995).

[142]. <http://www.telegraph.co.uk/business/2017/06/25/next-global-financial-crisis-hit-vengeance-warns-bis/>.

[143]. Pérdidas estimadas de una subida de la inflación del 1 por ciento por encima de la rentabilidad de los bonos, Goldman Sachs, 2016.

[144]. Diciembre de 2016.

[145]. Fuente: Federal Reserve, «Factors Affecting Reserve Balance», 18 de enero de 2017, *Treasury Bulletin*, Ownership of Federal Securities, tabla OFS-2.

[146]. Impulsado por los compradores chinos e indios que huían del riesgo de devaluación y desmonetización, el bitcoin alcanzó un máximo histórico de 1.000 dólares en diciembre de 2016.

[147]. Cifras de 2016.

[148]. «Trump Tax Cuts Could Jump-Start Global Economy», Banco Mundial, enero de 2017.

[149]. David Folkerts-Landau, economista jefe del Deutsche Bank, enero de 2017.

[150]. Tax Foundation, «Tax Cuts and Growth», <http://taxfoundation.org/article/what-evidence-taxes-and-growth#_ftn7>.

[151]. Varios artículos respaldan las pruebas: «Taxing Top CEO Incomes», <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.20151093>; Laurence Ales, Musab Kurnaz y Christopher Sleet, «Technical Change, Wage Inequality, and Taxes», <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.20140466>.

[152]. <http://taxfoundation.org/article/what-evidence-taxes-and-growth#_ftn7>.

[153]. «Tax cuts vs Spending», <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052748704271804575405311447498820>.

[154]. Peterson Institute for International Economics, donde se analizan los planes económicos de Hillary Clinton y Donald Trump, 2016.

[155]. CFRB, Committee For Responsible Federal Budget.

[156]. <http://www.nytimes.com/2010/03/19/business/economy/19fed.html>.

[157]. <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2005/10/26/AR2005102602255.html>.

[158]. <http://www.thetimes.co.uk/tto/business/markets/us/article3922666.ece>.

[159]. <https://medium.com/@neelkashkari/taylor-rule-would-have-kept-millions-out-of-work-9ab31fd826bf#.tccy11vcs>.

[160]. «Audit the Fed legislation», 2 de enero de 2017.

[161]. Ralph Benko, «President Trump: Replace The Dollar With Gold As The Global Currency To Make America Great Again», *Forbes*.

[162]. Yasunari Ueno (Mitzuho).

[163]. Las tres flechas de Japón siguen sin dar en el blanco, <https://www.theguardian.com/business/economics-blog/2015/nov/16/japan-three-arrows-abenomics-recession-economy-targets-shinzo-abe>.

[164]. Edward L. Glaeser, «If You Build It... Myths and realities about America's infrastructure spending», 2016.

[165]. Comentario CNBC.

[166]. Bloomberg.

[167]. «How Japan's national debt grew so large», <http://ritholtz.com/2013/10/how-japanporcientoC2porciento92s-national-debt-grew-so-large/>.

[168]. Credit Suisse, 2013, Japan Implications.

[169]. Banco de Japón, «Presupuesto de tesorería 2017».

[170]. Un esquema Ponzi es un fraude en el que a los inversores se les promete un gran beneficio pagado con la entrada de capital de nuevos inversores, no por mayor rentabilidad.

[171]. Equity Traded Funds (fondos cotizados en bolsa).

[172]. Filings, Bloomberg, Reuters.

[173]. Se supone que el contrato social es la garantía de que las generaciones futuras seguirán sosteniendo los costes del Estado del Bienestar y pagarán la deuda.

[174]. «Sindo Michihiro: Japanese management in capitalist Japan.» (1994).

[175]. Thomas K. McCraw, «Creating Modern Capitalism, How Entrepreneurs, Companies, and Countries Triumphed in Three Industrial Revolutions», Harvard University Press, 1998.

[176]. Yoshiro Miwa, J. Mark Ramseyer, «The Fable of the Keiretsu: Urban Legends of the Japanese Economy».

[177]. Estructuras empresariales en las cuales es imposible adquirir la compañía no debido a su solidez, sino al bloqueo por parte de una minoría de accionistas con los mismos intereses.

[178]. Ángel Estrada y Jesús Saurina, «Spanish Boom and Bust and Macroprudential policy», BdE, 2016.

[179]. <http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/eu_economic_situation/article13502_en.htm>.

[180]. Explicitly men.

[181]. Más de 200.000 millones de euros en 2010-2012. Cifras del BCE.

[182]. «Cómo crea el BCE más dinero que la Fed a escondidas» (Bigger than QE, abril 2013, BNP Paribas).

[183]. 2008-2012.

[184]. Hans Werner, «Germany, Greece and the Marshall Plan, a riposte», 21 de junio de 2012, Sinn/IFO Institute.

[185]. Todos los datos, oficiales, de 2016 y marzo de 2017.

[186]. 2016.

[187]. «Draghi pide a la zona euro seguir el ejemplo de España y sus reformas», *La Vanguardia*, noviembre de 2016.

[188]. Necesidades de refinanciación totales, no requisitos financieros netos. Fuente: Bloomberg.

[189]. T. J. Kehoe, C. Arellano y J. C. Conesa, «Chronic Sovereign Debt Crises in the Eurozone, 2010-2012», Federal Reserve of Minneapolis, 29 de mayo de 2012.

[190]. La prima de riesgo es el diferencial entre la rentabilidad del bono alemán, considerado el de menor riesgo, y la rentabilidad del bono del país.

[191]. Según la OMC.

[192]. Zero Hedge, Tyler Durden, «30 Facts That Prove The American Middle-Class Is Being Destroyed», 21 de agosto de 2014.

[193]. Currency War Means Currency Suicide. Patrick Barron, Mises Daily, 10 de diciembre de 2013.

[194]. Daniel Lacalle, *Nosotros los mercados*, Deusto, 2012.

[195]. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>.

[196]. Antonio Guglielmi, «Keep Surfin the QE Tidal Wave», Mediobanca.

[197]. Stewart, Debapratim De y Alex Cole, «Deloitte, 2016».

[198]. <https://www.theguardian.com/business/2015/aug/17/technology-created-more-jobs-than-destroyed-140-years-data-census>.

[199]. «La digitalización ¿crea o destruye empleo?», Randstad Research, 2016.

[200]. Investopedia.

[201]. «If Interest Rates Go Negative . . . Or, Be Careful What You Wish For», 2012.

[202]. Corsetti, Meier y Müller, «Fiscal multipliers are negative in times of weakness in public finances», 2012.

[203]. «What Keynes Really Said About Deficit Spending» Elba K. Brown-Collier and Bruce E. Collier, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 17, No. 3 (Spring, 1995), pp. 341-355

[204]. Basis Grade.

[205]. Futuresmag, julio de 2006.

[206]. «Oil Prices in Inflation Adjusted Terms», octubre de 2016, <inflationdata.com>.

[207]. Consejero delegado de Hedgeye.

[208]. Markus K. Brunnermeier Martin Oehmke, «Bubbles, Financial Crises, and Systemic Risk», Columbia, 2010.

[209]. Alberto Martin y Jaume Ventura, «Economic Growth with Bubbles», 2011.

[210]. Olivier J. Blanchard y Mark W. Watson, «Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets», 1986.

[211]. «The Cure For High Prices Is… High Prices – Leigh Drogen», 2011.

[212]. Base monetaria ajustada de St. Louis: 874.820 millones de dólares en 2008. Se multiplicó hasta 3 billones 418.370 millones de dólares en enero de 2017.

[213]. Datos del Banco Mundial.

[214]. 25 de marzo de 2011.

[215]. Fuente: Simmons.

[216]. Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización).

[217]. Un análisis comparativo de la evolución de la composición del balance de los bancos centrales de Christian Pattipeilohy.

[218]. Viernes, 23 de septiembre de 2016, CNBC.

[219]. Paul Romer, «The Trouble with Macroeconomics», Stern School of Business, New York University, septiembre de 2016.

[220]. Michael McLeay, Amar Radia y Ryland Thomas, «Money creation in the modern economy», Monetary Analysis Directorate, 2014.

[221]. 26 de julio de 2012.

[222]. Stephen Williamson, «Neo-Fisherism, A Radical Idea, or the Most Obvious Solution to the Low-Inflation Problem?», *The Regional Economist*, 2017, <www.stlouisfed.org>.

[223]. <https://mises.org/blog/free-markets-do-not-need-negative-interest-rates>.

[224]. «A systemic approach to financial regulation A European perspective», Aglietta, Scialom, 2010.

[225]. «The rule of more», *The Economist*, 2012.

[226]. <http://www.libremercado.com/2016-09-18/espana-es-victima-de-un-tsunami-regulatorio-hasta-40-nuevas-normas-cada-dia-1276582517/>.

[227]. <http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/15/MAYOporciento202015/restfin2015281.pdf>.

[228]. BIS.

[229]. «Regulation of European Banks and Business Models», Center for European Policy Studies, 2011

[230]. Wikipedia. Para más información en el caso bancario, véase «Which banks are more risky? The impact of loan growth and business model on bank risk-taking», Bundesbank, 33, 2012.

[231]. Cubriendo las pérdidas de los bancos con el dinero de los titulares de los bonos y las acciones, no con fondos públicos.

[232]. A pesar del plan de expansión cuantitativa y las llamadas a la recuperación del BCE, los bancos cayeron en el mercado de valores entre el 50 y el 60 por ciento en 2016.

[233]. Burton W. Folsom y Jim Powell, «FDR's Folly: How Roosevelt and His New Deal Prolonged the Great Depression», Foundation of Economic Education, 2010.

[234]. Harold L. Cole y Lee E. Ohanian, «New Deal Policies and the Persistence of the Great Depression: A General Equilibrium Analysis», *Journal of Political Economy*, vol. 112, núm. 4 (agosto de 2004).

[235]. Harold L. Cole, profesor de ciencias económicas, UCLA.

[236]. De un artículo y una entrevista de Meg Sullivan, la política de FDR prolongó la depresión siete años, según cálculos de economistas de la UCLA, 2004.

[237]. Eric Rauchway, «FDR's Latest Critics, Was the New Deal Unamerican?», 2007.

[238]. Ludwig von Mises, «Stones into Bread: The Keynesian Miracle», Plain Talk, marzo de 1948.

[239]. «QE And Economic Inequality», Standard & Poor's, 10 de febrero de 2016.

[240]. Walter Korpi y Joachim Palme, «The Paradox of Redistribution and Strategies of Equality: Welfare State Institutions, Inequality and Poverty in the Western Countries», febrero de 1998.

[241]. Willem H. Buiter y Nikolaos Panigirtzoglou, «Further read: Liquidity Traps: How to Avoid Them and How to Escape Them», NBER Working Paper núm. 7245, julio de 1999.

[242]. Lars E.O. Svensson, «Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others», NBER Working Paper núm. 10195, diciembre de 2003.

[243]. Iván Werning, «Managing a Liquidity Trap: Monetary and Fiscal Policy», MIT, 2010.

[244]. Stephanie Schmitt-Grohé y Martín Uribe, «Liquidity Traps: An Interest-Rate-Based Exit Strategy», NBER Working Paper núm. 16514, publicado en noviembre de 2010.

[245]. Según UBS, «A New Wave of Tax Inversions, 2015».

[246]. No es hipotético. El impacto de la bajada de impuestos en la producción económica se ha tratado con artículos empíricos en capítulos anteriores.

[247]. William McBride, «What Is the Evidence on Taxes and Growth?», Tax Foundation, 2010.

[248]. Jesús Fernández-Villaverde, Pablo A. Guerrón-Quintana y Juan Rubio-Ramírez, «Supply-Side Policies and the Zero Lower Bound», NBER Working Paper núm. 17543, octubre de 2011.

[249]. Aquellas empresas cuyos datos de crédito tienen la más alta calificación.

[250]. Fuente: PIMCO education.

[251]. PIMCO education Inflation Linked Bonds, 2016.

[252]. <http://www.marketwatch.com/story/i-dissected-the-sp-500-and-this-is-what-i-found-2016-05-09>.

[253]. <http://www.businessinsider.com/sp-500-total-return-contribution-average-2016-1>.

[254]. ¡Compra acciones! ¡Vende bonos! La economía acelera.

La gran trampa
Daniel Lacalle

Título original: *Escape from the Central Bank Trap*

Deusto es un sello editorial de Centro Libros PAPF, S. L. U.
Grupo Planeta, Av. Diagonal, 662-664, 08034 Barcelona (España)
www.planetadelibros.com

Primera edición en libro electrónico (epub): octubre de 2017

ISBN: 978-84-234-2898-4 (epub)

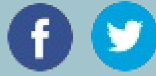
Conversión a libro electrónico: El Taller del Llibre, S.L.
www.eltallerdelllibre.com

¡Encuentra aquí tu próxima lectura!





¡Síguenos en redes sociales!



Por qué los
bancos centrales
están abonando
el terreno para
la próxima
crisis

DANIEL
LACALLE

La gran trampa

DEUSTO